

## Keskusteluaiheita – Discussion papers

No. 1068

Markku Maula

### **VEROKANNUSTIMET YKSITYISHENKILÖIDEN RISKIPÄÄOMA- SIJOITUSTEN AKTIVOINNISSA**

Julkaistu samanaikaisesti myös Suomen itsenäisyyden juhlarahaston Sitran Muut julkaisut -sarjassa (ISBN 978-951-563-554-9) ja saatavissa myös osoitteesta <http://www.sitra.fi>  
Raportti on osa laajempaa "Verokannustimet innovaatio- ja yrittäjyyspolitiikan välineinä" -hanketta. Kiitän Pekka Ylä-Anttilaa, Ari Hyytistä, Ilkka Harjua, Risto Kalsketta, Tom Lahtea ja Mikko Jääskeläistä arvokkaista ajatuksista ja kommentteista sekä Susan Prestonia ja muita NORFACE-seminaarin osallistujia muissa maissa käytettyjen verokannustimien taustoista ja niistä saaduista kokemuksista.

**MAULA, Markku, VEROKANNUSTIMET YKSITYISHENKILÖIDEN RISKIPÄÄ-OMASIJOTUSTEN AKTIVOINNISSA.** Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos. The Research Institute of the Finnish Economy, 2007, 40 s. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers ISSN 0781-6847; No. 1068).

**TIIVISTELMÄ:** Suomessa on viime vuosina mietitty keinoja innovaatiopohjaisen kasvuyrittäjyyden edistämiseen ja sen edellyttämän riskipääomamarkkinan toimivuuden kehittämiseen. Useissa tutkimuksissa, selvityksissä ja kannanotoissa on yhtenä ratkaisuna esitetty harkittavaksi verokannustimia yksityishenkilöiden pääomasijoitusten aktivointiin. Tämän katsauksen tavoitteena on koota yksityishenkilöiden pääomasijoitusten aktivointiin suunniteltuja verokannustimia koskevaa tutkimustietoa ja kannustimista eri maissa saatuja kokemuksia. Hyvin suunnitelluilla ja kohdennetuilla verokannustimilla voidaan nykyisen (tosin vielä melko rajallisen) tutkimustiedon ja useista maista saatujen kokemusten valossa arvioida olevan merkityksellinen rooli yksityishenkilöiden pääomasijoitusten aktivoinnissa. Kannustimilla voisi olla merkittävä vaikutus kasvuyrittäjyydessä tarvittavan riskipääoman tarjonnan lisäämisessä ja myös kotimaisen omistajuuden vahvistamisessa. Näiden lisäksi verokannustimet voisivat toimia Suomessa myös merkittävänä signaalina olennaisesta muutoksesta valtiovallan suhtautumisessa kasvuyrittäjyyteen ja sitä kautta niillä saattaisi olla suomalaista yrittäjyysilmapiiriä merkittävästi kehittävä vaikutus.

**Asiasanat:** Verokannustimet, pääomasijoitustoiminta, yrittäjyys, bisnesenkelit

**JEL-koodit:** G3, G32, G38, G24

**MAULA, Markku, TAX INCENTIVES IN CATALYZING INFORMAL VENTURE CAPITAL INVESTMENTS.** Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos. The Research Institute of the Finnish Economy, 2007, 40 p. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers ISSN 0781-6847; No. 1068).

**ABSTRACT:** Various approaches have been considered in Finland to catalyze new growth oriented innovative companies and to develop the functioning of the risk capital market. One approach suggested in several studies and public statements has been to consider creating tax incentives to catalyze informal venture capital investments. The purpose of this paper is to review existing research knowledge and international experiences on the use of tax incentives to catalyze informal venture capital. Based on current (still quite limited) research and experiences from many countries, well designed and targeted tax incentives can be assessed to have an important role in catalyzing informal venture capital investments. Tax incentives could improve the supply of risk capital needed in growth oriented young innovative companies and they could also strengthen the domestic ownership of Finnish companies. Furthermore, adoption of tax incentives to catalyze informal venture capital would also be seen as a clear and credible signal of positive change in the Government's attitude towards growth-oriented entrepreneurship and thereby improve the entrepreneurship culture in Finland.

**Keywords:** Tax incentives, informal venture capital, business angels, entrepreneurship

**JEL-codes:** G3, G32, G38, G24

# 1. Johdanto

Monissa maissa on viime vuosina havahduttu haasteisiin nopeaan kasvuun pyrkivien alkavien innovaatioyritysten riskipääomarahoituksessa. Ongelma on syventynyt monien alkavan vaiheen yrityksiin vuosituhannen vaihteessa sijoittaneiden yksityisten pääomasijoitusyhtiöiden vetäytyttyä markkinoilta tai siirryttyä tekemään sijoituksia kypsempiin yrityksiin (European Commission, 2006a; OECD, 2006a; Paasivirta & Valtonen, 2004; Sohl, 2006c). Samalla on havaittu pääomasijoituksia tekevien yksityishenkilöiden (bisnesenkeliä) roolin olevan merkittävä ja potentiaalisesti hyvinkin suuri (Mason, 2007; Minniti, Bygrave & Autio, 2006; OECD, 2006a; Sohl, 2006b, 2006c). Bisnesenkeliä sijoittajat tuovat kohdeyrityksiin usein pääoman lisäksi hyvin merkittävän osaamispanoksen (Boyns, Cox, Spires & Hughes, 2003; Freear, Sohl & Wetzel, 1995; Luukkonen & Maunula, 2006; Madill, Haines & Riding, 2005; Mason, 2007; Mason & Harrison, 1996; Sohl, 2006c). Kokeneilla liiketoiminnassa huomattavaa varallisuutta ansainneilla henkilöillä on omia varoja sijoittaessaan voimakkaat kannustimet osallistua kohdeyrityksen liiketoiminnan kehittämiseen. Bisnesenkeliä sijoitusten aktivoinnissa on käytetty eri maissa monenlaisia työkaluja, joista verokannustimilla on arvioitu olevan merkittävä rooli rahoituksen tarjonnan näkökulmasta (Boyns et al., 2003; Mason & Harrison, 2002a; Mason & Harrison, 2000; Sohl, 2006c). Verokannustimien käyttöä bisnesenkeliä sijoitusten aktivointiin on esitetty viime vuosina harkittavaksi useiden selvitysten ja kasvuyrittäjyyttä tuntevien tahojen aloitteesta niin Suomessa<sup>1</sup> kuin laajemminkin Euroopassa (European Commission, 2003b, 2006a) ja Yhdysvalloissa (Preston, 2006; Sohl, 2006c). Toistaiseksi aiheesta on kuitenkin ollut saatavil-

---

<sup>1</sup> Yksityishenkilöiden pääomasijoituksia ja kasvuyrittäjyyttä tukevia verokannustimia koskevia suosituksia on Suomessa esitetty mm. seuraavissa julkaisuissa: (Grönholm, 2006; Hyytinen & Pajarinen, 2003b; Hyytinen & Rouvinen, 2005; Hyytinen, Rouvinen, Toivanen, & Ylä-Anttila, 2003d; Kari, 2005; Kauppa- ja teollisuusministeriö, 2004; Lahti, 2004, 2007; Lumme, Mason, & Suomi, 1998; Maula, Autio, & Arenius, 2005; Maula et al., 2006; Maula, Salmenkaita, & Uusitalo, 2004; Niemi, 2003; Paasivirta et al., 2004; Seppä, 2006; Sitra, 2005; Tiede- ja teknologianeuvosto, 2006; Valtioneuvoston kanslia, 2004, 2006; Valtiovarainministeriö, 2005; Virtanen & Lipponen, 2006).

la melko niukasti päätöksenteossa tarvittavaa tutkimuspohjaista tietoa eikä saatavilla olevaa tietoa ole koottu yhteen.

Koska tutkimuspohjaiselle tiedolle verokannustimien käytöstä bisnesenkeli-sijoitusten aktiivisuudessa on Suomessa ilmeinen tilaus ja toisaalta koska maailmalla on viime vuosina tehty yhä enemmän tutkimusta ja saatu kokemuksia eri maissa ja osavaltioissa käytössä olleista bisnesenkeli-verokannustinmalleista (esim. Boyns et al., 2003; CDVCA, 2004; EBAN, 2006; Lipper & Sommer, 2002; Ward, 2006), tämä katsaus pyrkii vastaamaan tiedontarpeeseen tiivistämällä saatavilla olevan kansainvälisen tutkimustiedon ja kokemukset sekä luomalla aiheesta tiiviin katsauksen. Tässä katsauksessa rajaudutaan yksityishenkilöiden suoria pääomasijoituksia aktivoiviin verokannustimiin, mutta on huomattava, että myös yleisellä verotuksellisella (yritysten ja yksityishenkilöiden verotus) ja lainsäädännöllisellä ympäristöllä (esim. konkurssilainsäädäntö ja työmarkkinoiden sääntely) on olennainen merkitys alkavien innovaatioyritysten perustamiselle ja kehittämiselle ja niiden riskipääomarahoitukselle (kts. esim. Armour & Cumming, 2006; Da Rin, Nicodano & Sembenelli, 2006). Myös Suomessa on havaittu monia haasteita ja avoimia kysymyksiä muissakin osaluissa kuin bisnesenkeleiden verokannustimien puutteessa (kts. esim. Apax Partners, 2006; EVCA, 2004; Mäki-Fränti, 2007; Niemi, 2003; Valtioneuvoston kanslia, 2004, 2006; Valtiovarainministeriö, 2005; Virtanen & Lipponen, 2006). Paperin seuraavissa osissa käydään läpi bisnesenkeli-sijoitusten aktiivisuuden perusteita ja käytössä olevia verokannustinmalleja sekä tehdään lopuksi näiden pohjalta johtopäätökset bisnesenkeli-verokannustimien käyttöä koskevista tutkimuksista ja kokemuksista.

## 2. Bisnesenkeli-sijoitusten aktivointi

### 2.1 Alkavien innovaatioyritysten rahoitushaasteet

Rahoitusmarkkinoiden merkittävä kehitys viime vuosikymmeninä (Hyytinen & Pajarinen, 2003c; Hyytinen & Pajarinen, 2005a) on johtanut tilanteeseen, että rahoitukseen liittyvät tekijät eivät suomalaisilla pk-yrityksillä ole keskimäärin kovin keskeinen kehittämisen este yrityksen kehittämiseksi (Suomen Yrittäjät ja Finnvera, 2006).<sup>2</sup> Myös yritysten keskimäärin vähäinen kasvuhakuisuus<sup>3</sup> vähentää ulkoisen riskipääoman saatavuusrajoitteiden aiheuttamia ongelmia, koska ulkoiselle riskipääomalle ei useinkaan ole aitoa tarvetta, ellei yritys pyri kasvamaan nopeasti. Alueellisesti Suomessa ei ole nähtävissä kovin suuria eroja pk-yritysten rahoitusongelmissa (Suomen Yrittäjät ja Finnvera, 2006).

Kasvuhakuisilla alkavilla innovaatioyrityksillä rahoitustarpeet ja rahoituksen saatavuus voivat kuitenkin poiketa olennaisesti keskimääräisistä Pk-yrityksistä.<sup>4</sup> Erityisesti voimakkaan kasvuhakuisilla alkavilla innovaatioyrityksillä on usein heti toimintansa alussa suuri investointitarve, muttei yleensä lainkaan kassavirtaa tai vakuudeksi kelpaavia tase-eriä. Lainarahoitus on näin ollen useimmiten poissuljettu vaihtoehto. Yritykset käynnistävät liiketoiminnan usein omistajien ja heidän lähipiirinsä rahoituksella. Myös julkisilla tuilla on alkuvaiheessa merkittävä rooli. Erityisesti pienellä osalla kaikista kasvuhalusimpia alkavia innovaatioyrityksiä pääomarahoituksen tarve voi olla niin suuri, että sitä haetaan pääomasijoittajilta tai bisnesenkeleiltä, jotka ovat erikoistuneet tällaisten yritysten riskipääomara-

---

<sup>2</sup> Vain 8 % suomalaisista pk-yrityksistä koki rahoitukseen liittyvät haasteet kehityksen pahimmaksi esteeksi (Suomen Yrittäjät ja Finnvera, 2006).

<sup>3</sup> Suomalaisista pk-yrityksistä vain 10 % ilmoitti olevansa ”voimakkaasti kasvuhakuisia” (Suomen Yrittäjät ja Finnvera, 2006)

<sup>4</sup> Esimerkiksi edellä viitatussa kyselyssä, jossa 8 % kaikista pk-yrityksistä koki rahoituksen kehityksensä pahimmaksi esteeksi, rahoitus oli pahin este 20 prosentilla niistä yrityksistä, jotka olivat voimakkaasti kasvuhakuisista, viisi vuotta vanhoja tai nuorempia ja alle 50 henkeä työllistäviä.

hoittamiseen. Pääomasijoittajien ja bisnesenkeliä rooliin kuuluu kyky arvioida alkavien innovaatioyritysten todelliset kasvumahdollisuudet, tehdä niihin riskipääomasijoituksia ja tukea yritysten kehittymistä sekä saada voittonsa yrityksen arvonnousun kautta irtautumalla sijoituksesta yrityskaupalla, pörssilistautumisella tai muulla irtautumismekanismeilla.

## 2.2 *Perusteet yksityishenkilöiden pääomasijoitusten aktivoinnille*

Käytännössä niin Suomessa kuin useissa muissakin maissa alkavaan vaiheeseen aktiivisesti sijoittavia yksityisiä pääomasijoitusyhtiöitä on melko vähän<sup>5</sup> ja niissä toimivien pääomasijoittajien aika ei riitä sijoittamaan kuin hyvin pieneen osaan mahdollisista lupaavista hankkeista.<sup>6</sup> Mm. tästä syystä pääomasijoituksia tekeville yksityishenkilöillä on usein merkittävä rooli alkavien innovaatioyritysten rahoituksessa.<sup>7</sup> Myös taloudellisessa mielessä pääomasijoituksia tekevien yksityishenkilöiden sijoituksilla voi olla hyvin merkittävä rooli, joka on useimmiten arvioitu suuremmaksi kuin varsinaisten pääomasijoitusyhtiöiden rooli (Bygrave, Hay, Ng & Reynolds, 2003; Minniti et al., 2006). Myös Suomessa yksityishenkilöiden tekemien sijoitusten osuuden on arvioitu olevan melko suuri suhteessa pääomasi-

---

<sup>5</sup> Suomessa toimi vuosituhaten vaihteessa lukuisia alkavaan vaiheeseen aktiivisesti sijoittavia pääomasijoitusyhtiöitä, mutta teknologiaosakkeiden markkinoiden romahdettua vuosituhaten vaihteen jälkeen suuri osa näistä pääomasijoitusyhtiöstä lopetti toimintansa kokonaan tai lopetti ainakin uusien sijoitusten tekemisen alkavan vaiheen yrityksiin (Maula, Murray & Jääskeläinen, 2007). Uusien alkavaan vaiheeseen sijoittavien merkittävän kokoisten (esimerkiksi yli 40 miljoonaa euroa) pääomarahastojen kerääminen on ollut hyvin vaikeata ja harvinaista vuosina 2002-2006. Ongelma johtuu toisaalta toimialan nuoruudesta (kts. esim. Ali-Yrkkö, Hyytinen & Liukkonen, 2003; Hyytinen & Pajarinen, 2003a) ja siitä johdettavista vähäisistä näytöistä ja toisaalta pääomasijoitusrahastoihin usein ensi kertaa vuosituhaten vaihteessa kuplan huipulla sijoittaneiden institutionaalisten sijoittajien huonoista kokemuksista markkinoiden romahdettua ja siitä seuranneesta usein kategorisen kielteisestä suhtautumisesta ”venture capital” (vs. ”buyout”) -rahastoihin ja erityisesti alkavaan vaiheeseen sijoittaviin ja uusien hallinnointiyhtiöiden hallinnoimiin rahastoihin (Maula et al., 2007). Ongelma on ollut yleiseurooppalainen, mutta Suomessa markkinoiden romahtamisesta toipuminen on ollut erityisen hidasta.

<sup>6</sup> Esimerkiksi Euroopassa 5.2 % ja Yhdysvalloissa 3.3 % tilastoiduista pääomasijoituksista kohdistui siemenvaiheen/alkavan vaiheen yrityksiin.

<sup>7</sup> Esimerkiksi vuonna 2005 Yhdysvalloissa arviolta 227 000 bisnesenkeliä etsi aktiivisesti sijoituskohteita ja bisnesenkeliä tekivät 49 500 sijoitusta pääosin siemen- ja käynnistysvaiheen yrityksiin, mikä on suuruudeltaan olennaisesti eri kertaluokkaa verrattuna kuin tilastojen (PwC/NVCA Moneytree 2006) mukaiset pääomasijoitusyhtiöiden tekemät sijoitukset 192 siemen- tai käynnistysvaiheen yritykseen tai kaikkiaan vain 2 626 kohdeyritykseen tehdyt kaikki venture capital -sijoitukset (Sohl, 2006c, 2006a).

joitusyhtiöiden alkavan vaiheen yrityksiin tekemiin sijoituksiin (Maula, Autio & Arenius, 2005; Minniti et al., 2006).

Julkisella sektorilla on poikkeuksetta ollut tai on edelleen hyvin merkittävä rooli pääomasijoitusmarkkinoiden käynnistämisessä ja kehittämisessä eri maissa.<sup>8</sup> Erityisesti alkavan vaiheen yritysten rahoituksessa markkinoiden toiminta on usein ollut puutteellista ja vaatinut julkista tukea (European Commission, 2003b, 2006a; OECD, 2006a). Keskeisiä perusteita julkiselle interventiolle ovat alkavien innovaatioyritysten positiiviset ulkoisvaikutukset (Griliches, 1992; Hyytinen & Pajarinen, 2003b; Hyytinen & Väänänen, 2003e; Lerner, 1999, 2002; Lerner et al., 2005), tarve tukea alkavien innovaatioyritysten riskipääomarahoitushäiriöiden syntymistä (Gilson, 2003; Lerner et al., 2005), sekä mm. asymmetrisestä informaatiosta (Akerlof, 1970; Hyytinen & Väänänen, 2006; Lerner, 1999, 2002; Lerner et al., 2005; Myers & Majluf, 1984) sekä pienten riskisijoitusten suhteellisesti suurista transaktiokustannuksista (Murray & Marriott, 1998) syntyvät riskipääomarahoitushäiriöiden epätäydellisyydet (Lerner et al., 2005). Julkisen sektorin interventioissa on riski poliittisen päätöksenteon aiheuttamista vääristymistä markkinoiden toimintaan, ja mm. siitä syystä julkisen sektorin ensisijainen rooli on aina tukea hyvin toimivien yksityisten markkinoiden syntymistä ja sen vaatimien puitteiden kehittämistä, ja vasta toissijaisesti suorien interventioiden tekeminen (Armour et al., 2006; Bottazzi, Da Rin & Hellmann, 2005; Cumming, Fleming & Schwienbacher, 2006a; Cumming & MacIntosh, 2006b; Da Rin et al., 2006; Hyytinen, Rouvinen, Toivanen & Ylä-Anttila, 2003d; Lerner et al., 2005; Maula & Murray, 2003; OECD, 1997, 2004, 2006a; UK Presidency of the EU and the European Commission, 2005). Tällöinkin olennaista on pitkäjänteisyys ja markkinaosapuolten toiminnan huolellinen huomioon ottaminen (Lerner et al., 2005).

---

<sup>8</sup> Mm. pääomasijoitusmarkkinoiden syntymistä ja julkisen sektorin roolia tutkinut professori Josh Lerner et al. totesivat: *“It is instructive to observe that all venture capital markets of which we are aware were initiated with government support.”* (Lerner, Moore & Shepherd, 2005).

Verotuksellisen ja lainsäädännöllisen toimintaympäristön kehittämisen lisäksi merkittävä osa alkavan vaiheen pääomasijoitusten tukitoimista on useassa maassa käytännössä kohdistunut rahoituksen tarjonnan lisäämiseen, mikä on tapahtunut osin tai kokonaan julkisin varoin rahoitettujen yksityisen tai julkisen tahon hallinnoimien pääomarahastojen kautta (Gilson, 2003; Maula & Murray, 2003). Koska pääomasijoittajina toimivat henkilöt voivat tarjota merkittävän sijoitusvolyymia ja lisäksi tuoda kohdeyrityksiin parhaimmillaan merkittävän ei-rahallisen osaamiseen perustuvan panostuksen, on useissa maissa pyritty viime vuosina yhä voimakkaammin aktivoimaan myös yksityishenkilöiden pääomasijoituksia (European Commission, 2003b).

### **2.3 Keinovalikoima yksityishenkilöiden pääomasijoitusten aktivoimisessa**

Julkisella sektorilla on käytettävissään laaja keinovalikoima yksityishenkilöiden riskipääomasijoitusten aktivoimiseksi (Aernoudt, 2005; Aernoudt, San José & Roure, 2007; European Commission, 2003b; Lumme, Mason & Suomi, 1998; Mason & Harrison, 2002b; Sohl, 2006b). Käytettyjä työkaluja ovat yleisen verotus- ja lainsäädäntöympäristön kehittämisen lisäksi mm. (1) tuki bisnesenkeliverkostoille/portaaleille, jotka tukevat sijoittajien ja yrittäjien kohtaamista, sijoittajien resurssien aggregointia ja sijoitusprosessin tehostamista, (2) yritysten sijoituskelpoisuuden parantaminen sekä sijoittajien ja yrittäjien kouluttaminen, (3) yhteissijoitusrahastot ja (4) bisnesenkeliverokannustimet.

*Bisnesenkeliverkostot/portaalit.* Erityyppisillä bisnesenkeliverkostoilla voi olla merkittävä rooli edistämässä bisnesenkeli-sijoittajien ja yrittäjien kohtaamista, sijoittajien resurssien aggregointia ja sijoitusprosessin tehostamista (European Commission, 2003b; Lerner, 1998; Mason & Harrison, 2001; Mason et al., 2002b; Sohl, 2006b). Tehokkaasti toimivien

bisnesenkeliorganisaatioiden sekä sijoittajien ja yrittäjien matching-palvelu on useimmiten vaikea rakentaa ja ylläpitää yksityisin voimavaroin (European Commission, 2003b). Näin ollen tuki tällaisen infrastruktuurin luomiselle ja ylläpidolle on perusteltua, jos voidaan arvioida, että toiminta tuottaa kustannukset ylittäviä yhteiskunnallisia hyötyjä. Suomessa on viime vuosina esitelty pääomarahoitusta hakevia yrityksiä bisnesenkeleille mm. Sitran PreSeed-ohjelman puitteissa.<sup>9</sup>

*Yritysten sijoituskelpoisuuden parantaminen sekä bisnesenkeliä ja yrittäjien koulutus.*

Toinen keskeinen bisnesenkeliämarkkinoiden toiminnan ja sen yhteiskunnalle tuottaman hyödyn kannalta keskeinen asia on bisnesenkeleiden ja rahoitusta saavien yritysten asiantuntemuksen kasvattaminen tutkimuksen ja koulutuksen keinoin (Aernoudt, 2005; European Commission, 2003b; Sohl, 2006b). Bisnesenkeliä ovat kaiken kaikkiaan varsin heterogeeninen joukko, jossa osalla on jo lähtökohtaisesti erittäin vahva ymmärrys kasvuyrittäjyydestä ja pääomasijoituksista oman yrittäjätaustansa takia, mutta jossa osalla puuttuu ymmärrys liiketoimintaosaamisen perusteista (Lerner, 1998; Mason, 2007). Myös useilla alkavan vaiheen yrittäjillä on puutteelliset tiedot ja osaaminen sijoituskelpoisuuden edellytyksistä ja yhteistyöstä pääomasijoittajien kanssa. Tästä syystä sekä yrittäjien että sijoittajien sijoitusprosessiosaamista ja menestyksekkäiden sijoitusten edellytyksiä parantava ja tietyn vähimmäistason varmistava koulutus voi olla arvokasta markkinoiden toiminnan ja sen tuottamien hyötyjen kannalta (San José, Roure & Aernoudt, 2005). Tällaisen koulutuksen tarjoaminen ei useinkaan ole yksityisille toimijoille taloudellisesti kannattavaa, joten julkinen tuki on usein perusteltua, jos voidaan arvioida, että toiminta tuottaa kustannukset ylittäviä yhteiskunnallisia hyötyjä. Suomessa on viime vuosina tarjottu koulutusta bisnesenkeleille ja heiltä sijoituksia hakeville yrittäjille mm. Sitran PreSeed-ohjelman puitteissa.

---

<sup>9</sup> <http://www.sitra.fi/fi/preseed>

*Bisnesenkeli-kanssasijoitusrahastot.* Kolmas keskeinen tukimuoto on julkisesti rahoitetut yhteissijoitusrahastot (co-investment funds), jotka ovat yleensä julkisesti rahoitettuja yksityisesti tai julkisesti hallinnoituja rahastoja (Aernoudt et al., 2007). Ne tarjoavat lisärahoitusta bisnesenkeli-sijoituskierroksiin hallinnollisesti kevyin menettelyin (esimerkkeinä mm. Skotlannin Co-investment Funds ja Uuden Seelannin Seed Co-Investment Funding) siten että sijoituskohteet valitsee yksityiset sijoittajat. Niiden tehtävänä on erityisesti mahdollistaa isompien sijoituskierrosten tekeminen kuin mihin enkelit yksinään pystyisivät nk. 'toisen pääomakuilun' ylittämiseksi sekä bisnesenkeleiden sijoitusportfolion hajauttamisen mahdollistaminen (Aernoudt, 2005). Mallit ovat pääsääntöisesti melko nuoria (perustettu vuosina 2003-2005) ja niiden toiminnan vaikuttavuudesta ei ole toistaiseksi juuri lainkaan arviointitutkimuksia. Niillä on kuitenkin arvioitu olevan sijoituksia aktivoiva vaikutus ja hyötyinä erityisesti isompien sijoituskierrosten mahdollistaminen. Suomessa Suomen Teollisuussijoitus Oy käynnisti vuonna 2004 siemenvaiheen yhteissijoitusohjelman,<sup>10</sup> jossa noin kolmasosa kanssasijoittajista on Teollisuussijoituksen mukaan ollut bisnesenkeleitä.

*Bisnesenkeli-verokannustimet.* Bisnesenkeli-verokannustimilla (CDVCA, 2004; EBAN, 2006; European Commission, 2003b) pyritään tyypillisesti aktivoimaan osaavien ja kokeneiden yksityishenkilöiden pääomasijoituksia alkaviin innovaatioyrityksiin näiden yritysten perustamisen ja kasvun mahdollistamiseksi ja sitä kautta työllisyyden ja kansantalouden kasvun parantamiseksi. Verokannustimien logiikka on parantaa sijoitusten odotettua tuotto/riskisuhdetta siten, että halutunlaiset, usein erityisesti alkavan vaiheen ja kasvuvaiheen listaamattomiin yrityksiin tehtävät sijoitukset muodostuisivat houkuttelevaksi vaihtoehdoksi suhteessa varakkaiden yksityishenkilöiden suosimiin kiinteistö-, sijoitusrahasto- ja

---

<sup>10</sup> <http://www.teollisuussijoitus.fi/sijoitustoiminta/siemenrahoitus.html>

pörssisijoituksiin (Mason et al., 2000).<sup>11</sup> Verokannustimien tarkoitus on kannustaa yksityishenkilöitä hajauttamaan osa varallisuudestaan runsaasti kehitystyötä vaativiin bisnesenkelisijoituksiin, mikä lisää riskipääomarahoituksen tarjontaa halutuilla alueilla ja sitoo samalla suuren joukon tyypillisesti erittäin kokeneita henkilöitä alkavien yritysten riskipääomarahoitukseen ja rahoitettavien yritysten kehittämiseen (Mason, 2007).

Yksi keskeisimmistä haasteista verokannustinten käytössä verojärjestelmänkannalta on verokannustinten sopivuus verojärjestelmien päätavoitteisiin laajasta veropohjasta, matalista verokannoista, pääomatulojen yhtenäisestä kohtelusta sekä verojärjestelmän yksinkertaisuudesta (OECD, 2006b; Valtiovarainministeriö, 2002).<sup>12</sup> Lisäksi oleellisia huomioitavia haasteita bisnesenkelisijoituksia tukevissa verokannustimissa on pystyä kohdistamaan ne tavoitelluille markkinapuutealueille, saada verokannustimista kustannukset ylittävät suorat ja epäsuorat hyödyt, estää väärinkäytökset, tehdä kannustinmallista riittävän yksinkertainen ja helposti käytettävä sekä poliittisen päätöksenteon näkökulmasta perustella toimenpiteet, jotka ovat kansantaloudelle tärkeitä uusien kasvuyritysten synnyn ja kasvun tukemisen kautta, mutta jotka yksilötasolla kohdistuvat melko rajattuun joukkoon.<sup>13</sup> Poliittisen päätöksenteon näkökulmasta haasteena on myös, että myöskään yritystasolla tehokkaiden puitteiden luominen uusien kasvuhakuisten yritysten synnylle ei ole välttämättä aina vakiintuneiden yritysten intresseissä (Tom-

---

<sup>11</sup> Euroopan komission bisnesenkeliä aktivoimisen parhaita käytäntöjä koskevassa selvityksessä todetaan: ”*Capital gains tax has a direct effect on the return of investments. A tax environment that encourages risky investments can be favoured by either with low capital gains tax for business angel investment, or by introducing tax breaks for eligible investments that make business angel investments attractive.*” (European Commission, 2003b).

<sup>12</sup> Useissa maissa kuten Isossa-Britanniassa verojärjestelmän elinkeinopoliittiset vaikutukset on nostettu yhdeksi verojärjestelmän suunnittelun keskeisistä tavoitteista (OECD, 2006b)

<sup>13</sup> Kts. esim. Pajarinen, Rouvinen & Ylä-Anttila (2006): ”*Uusia aktiivisia politiikkatoimenpiteitä suunniteltaessa tulisi pohtia, miten vaikuttaa uusien kasvuhakuisten määrän ja kasvuhakuisuuden asteen lisäämiseen. Tehtävä on haastava, koska silloin halutaan vaikuttaa tyypillisesti jo valmiiksi taloudellisesti ja todennäköisesti muutoinkin hyvin menestyvään ryhmään. Ottaen huomioon kasvuhakuisten profiilin, kasvuyrittäjyyttä edistettäessä kyse ei ensisijaisesti ole starttirahan tyypisistä porkkanoista, vaan pikemminkin suurisuuntaisten ja -riskisten liiketoimintasuunnitelmien rahoitusmahdollisuuksista, näiden suunnitelmien onnistuessa koituvasta taloudellisesta hyödystä sekä innovaatioympäristön toimivuudesta nimenomaan aloittelevan ja (vielä) pienen yrityksen näkökulmasta.*”

masini, 2006), mikä voisi esimerkiksi verouudistusten yhteydessä ilmetä huomion painottumisessa vakiintuneiden yritysten omistajien kannalta relevantin osinkosijoituksen verotuksen keventämisen suhteessa kasvuhakuisiin (ja uusien työpaikkojen luonnin kannalta tärkeisiin) alkaviin innovaatioyrityksiin tarvittavien riskipääomasijoitusten kannalta tärkeään luovutusvoiton verotuksen kehittämiseen (Da Rin et al., 2006; Keuschnigg & Nielsen, 2004).<sup>14</sup>

Bisnesenkeli-sijoituksia suosiva pitkäaikaisten sijoitusten luovutusvoittojen alhainen verotus tai siihen liittyvät huojennukset ovat yleisiä monissa maissa ja viime vuosina myös erityiset bisnesenkeli-verokannustimet ovat tulleet yhä yleisemmiksi (mm. Iso-Britannia, 21 Yhdysvaltojen osavaltiota, Ranska, Belgia, Alankomaat ja Irlanti) (Aernoudt et al., 2007; EBAN, 2006; European Commission, 2003b; OECD, 2004). Suomessa ei ole toistaiseksi käytössä bisnesenkeli-verokannustimia, mutta niiden käyttöönottoa on viime vuosina esitetty harkittavaksi useissa tutkimuksissa, selvityksissä ja kannanotoissa (mm. Grönholm, 2006; Hyytinen & Pajarinen, 2003b; Hyytinen & Rouvinen, 2005; Hyytinen, Rouvinen, Toivanen, & Ylä-Anttila, 2003d; Kari, 2005; Kauppa- ja teollisuusministeriö, 2004; Lahti, 2004, 2007; Lumme, Mason, & Suomi, 1998; Maula, Autio, & Arenius, 2005; Maula et al., 2006; Maula, Salmenkaita, & Uusitalo, 2004; Niemi, 2003; Paasivirta et al., 2004; Seppä, 2006; Sitra, 2005; Tiede- ja teknologianeuvosto, 2006; Valtioneuvoston kanslia, 2004, 2006; Valtiovarainministeriö, 2005; Virtanen & Lipponen, 2006).

Useissa maissa kaikki edellä mainitut neljä osa-aluetta ovat käytössä (esim. Isossa Britanniassa ja useissa Yhdysvaltojen osavaltioissa). Suomessa on toistaiseksi käytetty muita instrumentteja, muttei verokannustimia.

---

<sup>14</sup> Esimerkiksi Suomessa verohallinnosta saadun tiedon mukaan (joulukuu 2006) verohallinto on tuottanut politiikanvalmistelijoiden tilauksesta tarkat tilastot listaamattomien ja listattujen yritysten osinkoverotuksen tuotoista. Sen sijaan verohallinnosta ei ole toistaiseksi pyydetty tilastoja, joissa eroteltaisiin listaamattomista ja listatuista yrityksistä kertyneet luovutusvoitonverot puhumattakaan tarkemmasta jaottelusta esimerkiksi pitoajan tai yritysten iän suhteen, jotka olisivat oleellisia tietoja mallinnettaessa ja arviotaessa luovutusvoittojen verotuksen muutosten staattisia ja dynaamisia vaikutuksia.

### 3. Kokemuksia bisnesenkeli-verokannustinmalleista

#### 3.1 Esimerkkejä malleista

Yksi vanhimmista, tunnetuimmista ja kehittyneimpänä pidetyistä verokannustinmalleista on Ison-Britannian ”Enterprise Investment Scheme” (EIS),<sup>15</sup> joka tarjoaa (a) 20 prosentin verohyvityksen hyväksyttävistä sijoituksista sijoitusvuoden tuloverotuksessa; (b) 100 prosentin huojennuksen luovutusvoittojen veroista vähintään kolmen vuoden pitoajan jälkeen; (c) tappioiden vähennysmahdollisuuden tuloverotuksessa; (d) verotettavien voittojen siirtomahdollisuuden myöhemmille verovuosille uusia sijoituksia vastaan ja (e) vapautuksen perintöverosta. Isossa-Britanniassa on lisäksi ollut käytössä vuodesta 1998 alkaen erillinen pitkäaikaisten sijoitusten luovutusvoittojen verotusta huojentava ”Taper Relief”,<sup>16</sup> joka nyky muodossaan huojentaa luovutusvoittojen veroa pitoajan perusteella erityisesti yrityksiin kohdistuvissa sijoituksissa (50 prosentin huojennus yhden vuoden pitoajan jälkeen ja 75 prosentin huojennus yhden vuoden pitoajan jälkeen). Iso-Britannia onkin kytkenyt verotuksen kehittämisen ja verokannustimet selkeästi osaksi elinkeinopolitiikkaa pyrkiessään tavoitteeseensa ”*Making the UK the best place in the world to start and grow a business*” (OECD, 2006b; Small Business Service, 2004).

Toinen viime aikoina paljon huomiota saanut bisnesenkeli-verokannustinohjelma on Yhdysvalloissa senaatin ja edustajainhuoneen käsittelyssä oleva ehdotus verokannustinjärjestelmäksi ”Access to Capital for Entrepreneurs Act of 2006”,<sup>17</sup> joka tarjoaa 25 prosentin verohyvityksen hyväksyttävistä sijoituksista sijoitusvuoden tuloverotuksessa. Yhdysvalloissa erilaisia osavaltiotason bisnesenkeli-verokannustinohjelmia on vuonna 2006 ollut

<sup>15</sup> <http://www.hmrc.gov.uk/eis/eis-index.htm>

<sup>16</sup> <http://www.hmrc.gov.uk/leaflets/cgt1.htm#f>, see also: <http://www.hmrc.gov.uk/helpsheets/ir279.pdf>

<sup>17</sup> <http://www.govtrack.us/congress/bill.xpd?&bill=h109-5198>

käytössä jo 21 osavaltiossa,<sup>18</sup> joista monet ovat käynnistäneet ohjelmat viime vuosien kuluessa. Mallit tarjoavat tyypillisesti hyvityksen tuloverotuksessa,<sup>19</sup> tuoreena esimerkkinä Wisconsinin osavaltion vuonna 2005 käynnistämä Wisconsin Early-Stage Investor Tax Credits -ohjelma,<sup>20</sup> joka tarjoaa 25 prosentin verohyvityksen.<sup>21</sup>

Irlannissa on ollut käytössä Business Expansion Scheme (BES) –verokannustinmalli,<sup>22</sup> joka on tarjonnut sijoittajan tuloveroprosentin tasoisen verohyvityksen, mutta vain varsin pienistä pääomasijoituksista (31 750 euroa). Ylärajaa on vuonna 2006 suositeltu nostettavaksi 250 000 euroon (Small Business Forum, 2006).

Ranskassa on viime vuosina tehty useita verotukseen liittyviä muutoksia alkavien innovaatioyritysten tukemiseksi.<sup>23</sup> Bisnesenkeli-sijoitusten tukemiseksi Ranskassa on ollut käytössä yksityishenkilöiden suorien sijoitusten tukemiseen 25 prosentin verohyvityskannustin<sup>24</sup> varsin rajatuista vuotuisista sijoituksista. Vuonna 2004 Ranskassa esiteltiin bisnesenkeliä käyttäen myös La Société Unipersonnelle d'Investissement à Risque (SUIR) –instrumentti,<sup>25</sup> joka on yhtiömuoto, jota käyttämällä alle viisi (5) vuotta vanhoihin yrityksiin tehdyistä bisnesen-

---

<sup>18</sup> Arkansas, Arizona, Colorado, Hawaii, Indiana, Iowa, Kansas, Kentucky, Louisiana, Maine, Maryland, Michigan, Missouri, New York, North Dakota, Ohio, Oklahoma, South Carolina, Utah, West Virginia ja Wisconsin

<sup>19</sup> Vuoteen 2004 mennessä perustettuja 18 osavaltion ohjelmaa analysoitu CDVCA (2004) selvityksessä.

<sup>20</sup> <http://commerce.wi.gov/Act255/>

<sup>21</sup> Lisäksi Wisconsinissa luovutusvoitot ovat verovapaat yksityishenkilöiden wisconsinilaisiin pk-yrityksiin tekemistä sijoituksista (Walgren, Boldt, Kriz & Kruger, 2004).

<sup>22</sup> [http://www.revenue.ie/leaflets/it\\_55.pdf](http://www.revenue.ie/leaflets/it_55.pdf)

<sup>23</sup> Ranskassa alkavat innovatiiviset yritykset (käytetyn määritelmän mukaan alle kahdeksan (8) vuotta vanhat ja yli 15 % kuluista tutkimukseen ja kehitykseen käyttävät EU:n pk-yritysten määritelmää koskevan suosituksen (European Commission, 2003a) mukaiset pk-yritykset) ovat saaneet vuodesta 2004 merkittäviä etuja, kuten mm. täyden vapautuksen sosiaaliturvakustannuksista, vapautuksen paikallisveroista sekä 100 prosentin hyvityksen tuloveroista kolmeksi ensimmäiseksi voitolliseksi vuodeksi ja 50 % seuraavilta kahdelta vuodelta maksimissaan yhteensä 100 000 euroa EU:n ”De Minimis” säännösten mukaisesti (<http://www.recherche.gouv.fr/technologie/mesur/jei.htm>)

<sup>24</sup> [http://www.apce.com/index.php?n=1&rubrique\\_id=500000000&type\\_page=IH&contenu\\_id=654&tpl\\_id=64](http://www.apce.com/index.php?n=1&rubrique_id=500000000&type_page=IH&contenu_id=654&tpl_id=64)

<sup>25</sup> [http://www.apce.com/index.php?rubrique\\_id=20000469&tpl\\_id=106&type\\_page=I&type\\_projet=1&param=0](http://www.apce.com/index.php?rubrique_id=20000469&tpl_id=106&type_page=I&type_projet=1&param=0)

kelisijoituksista saatavat tuotot ovat verottomia kymmenen vuoden ajan. Malli ei aluksi saavuttanut kovin suurta suosiota, koska siinä oli mm. tiukkoja omistusosuuksiin liittyviä rajoituksia (min 5 % ja max 20 % omistusosuus), yhtiön perustamisvaatimus ja voimakkaasti tulevaisuuteen painottuneet hyödyt. Ehtoja muutettiin hieman vuonna 2006.

Ruotsissa ei toistaiseksi ole ollut käytössä erityisiä bisnesenkeleille suunnattuja verokannustimia. Pienyrityksiin sijoittavien yksityisten henkilöiden verokohtelua on kritisoitu useana vuonna mm. Ruotsin yrittäjien keskusjärjestön toimesta (Euroopan komissio, 2005). Käytännössä Ruotsissa bisnesenkelit ovat voineet saavuttaa merkittäviä verohyötyjä perustamalla sijoitustoimintaa varten sijoitusyhtiön.

Paitsi pääomia, Suomessa on useissa viimeaikaisissa selvityksissä katsottu tarvittavan ennen kaikkia osaavia ja omistuksen kautta sitoutuneita henkilöitä alkavien innovaatioyritysten kehittämiseen (kts. mm. Luukkonen et al., 2006; Maula et al., 2006; Paasivirta et al., 2004; Seppä, 2006). Sen vuoksi mallien piirteiden analysoinnissa keskitytään jäljempänä erityisesti niihin malleihin, jotka on luotu kannustamaan varsinaisia bisnesenkellisijoituksia ja tarkastelun ulkopuolelle on vastaavasti rajattu mallit, jotka on luotu piensijoittajien varojen kanavoimiseksi pääomarahastoihin (mm. Ison-Britannian Venture Capital Trusts<sup>26</sup> ja Kanadan ”Labour-Sponsored Venture Capital Funds”<sup>27</sup> -rahastot).<sup>28</sup> Taulukossa 1 esitellään joitakin piirteitä eräistä mainituista bisnesenkeliin suorien sijoitusten aktivointiin suunnatuista kannustimista.

---

<sup>26</sup> Venture Capital Trusts –mallia on analysoitu Suomen näkökulmasta aiemmassa selvityksessä (Lahti, 2004) ja sellaista on ehdotettu harkittavaksi sovellettavaksi Suomessa (Hyytinen et al., 2003b; Hyytinen et al., 2003d). Näiden tutkimusten jälkeen VCT-mallin verohyvitys on Isossa-Britanniassa nostettu 20 prosentin tasolta 30 prosentin tasolle vuonna 2006. VCT- ja EIS-mallit ovat eri tarkoitukseen kehitettyjä ja toisiaan täydentäviä. VCT-tyyppistä verokannustinmallia on ehdotettu viime aikoina otettavaksi käyttöön mm. Etelä-Afrikassa (ECIAfrica Consulting, 2006).

<sup>27</sup> Kanadan ”Labour-Sponsored Venture Capital Funds” -mallia analysoitu aiemmassa tutkimuksessa (Cumming et al., 2006b).

<sup>28</sup> Esimerkiksi Ison-Britannian VCT ja EIS –mallien arvioinnissa (Boyns et al., 2003) todettiin EIS-sijoittajien tuoneen selkeästi suuremman panoksen yrityksen kehittämiseen kuin VCT-mallissa.

*Taulukko 1 Esimerkkejä bisnesenkeliverokannustinohjelmista*

	Enterprise Investment Scheme (EIS), Iso-Britannia	Business Expansion Scheme (BES), Irlanti	Réduction d'impôt pour souscription au capital de sociétés non cotées, Ranska	Wisconsin Early-Stage Investor Tax Credits, Wisconsin, Yhdysvallat	Access to Capital for Entrepreneurs Act of 2006 (ACE), Yhdysvallat
Verohyvitys	20 %	Sijoittajan tuloveroprosentti	25 %	25 % (12.5 % kahtena vuonna)	25 %
Luovutusvoittojen verotus	Verovapaat 3 vuoden pitoajan jälkeen	Ei kuulu malliin (20 % veroaste)	Ei kuulu malliin (27 % veroaste)	Ei kuulu malliin (Verovapaat 1 vuoden pitoajan jälkeen wisconsinilaisista pk-yrityksistä)	Ei kuulu malliin (Sijoittajilla tyypillisesti 10-28 % riippuen eri tekijöistä)
Muut kannustimet	40 % tappioista vähennettävissä tuloverotuksessa Uusien sijoitusten käyttömahdollisuus verotettavien voittojen verotuksen siirtämiseksi myöhemmälle vuodelle Vapautus perintöverosta	-	Pääomatappion voi vähentää, mutta tällöin veronhuojennus peruutetaan	-	-
Vaadittu pitoaika	3 vuotta	5 vuotta	5 vuotta	2 vuotta koko edun saamiseksi	3 vuotta
Verohyvityksen perustaksi hyväksyttävä maksimijoitus per sijoittaja per vuosi	400 000 puntaa	31 750 euroa	20 000 euroa per henkilö / 40 000 per pari)	250 000 dollaria per yritys, kaikkiaan yhteensä 500 000 dollaria	500 000 dollaria
Maksimihyvitys per sijoittaja per vuosi (€)	80 000 puntaa	Tuloveroprosentti x 31 750 euroa, ylijäämän voi siirtää seuraavalle vuodelle	5 000 euroa per henkilö / 10 000 per aviopari/rek. pari yhteisverotuksessa)	125 000 dollaria	125 000 dollaria
Kohdeyrityksen kriteerit	Listaaamaton yritys (AIM-listaus on kuitenkin hyväksyttävä) Runsaat lisärajaukset sijoitusten kohdistamiseksi ja väärinkäytösten estämiseksi	Listaaamaton yritys EU:n määrittelemä pk-yritys Sijaitsee Irlannissa tai EU:ssa mutta siten, että sillä on toimipaikka Irlannissa	Listaaamaton yritys Liikevaihto alle 40 miljoonaa tai tase alle 27 miljoonaa euroa Yksityishenkilöiden omistus vähintään 50 %	Etukäteen hyväksytty "Qualified New Business Venture (QNBVs)" Korkeintaan 10 vuotta vanha ja alle 100 henkeä Kerännyt korkeintaan 10 miljoonaa dollaria yksityistä rahoitusta Henkilöstön enemmistö tai pääkonttori Wisconsinissa	Vähintään 80 % taseesta sitoutunut aktiiviseen liiketoimintaan, Ei ole tytäryhtiö Useita lisärajauksia sijoitusten kohdistamiseksi ja väärinkäytösten estämiseksi, esim. yrityksillä rajoitetut kiinteistöomistukset
Hyväksytyt sijoittajat	Verovelvollinen Isossa-Britanniassa ei varsinaisia osaamiseen tai varallisuuteen liittyviä kriteerejä tai hyväksyntämenettelyä "Arms-length"-suhteessa kohdeyritykseen	Verovelvollinen Irlannissa ei varsinaisia osaamiseen tai varallisuuteen liittyviä kriteerejä tai hyväksyntämenettelyä "Arms-length"-suhteessa kohdeyritykseen	Verovelvollinen Ranskassa	Verovelvollinen Wisconsinissa Securities Exchange Commission (SEC) - määritelmän mukainen "accredited investor" tai Wisconsinin osavaltion määritelmän mukainen "sophisticated investor"	Verovelvollinen Yhdysvalloissa Securities Exchange Commission (SEC) SEC Rule 501 of Regulation D - määritelmän mukainen "accredited investor" (henkilö tai tällaisista henkilöistä koostuva partnership)
Perustamisvuosi	1994, muutettu 1998, 2004, 2006	1984, jatkettu vuoteen 2006		2004-	Esitetty 2006
Yksityiskohtaiset tiedot	<a href="http://www.hmrc.gov.uk/eis/eis-index.htm">http://www.hmrc.gov.uk/eis/eis-index.htm</a>	<a href="http://www.revenue.ie/leaflets/it_55.pdf">http://www.revenue.ie/leaflets/it_55.pdf</a>	<a href="http://www.apce.com/index.php?n=1&amp;rubrique_id=500000000&amp;type_page=IH&amp;contenu_id=654&amp;tpl_id=64">http://www.apce.com/index.php?n=1&amp;rubrique_id=500000000&amp;type_page=IH&amp;contenu_id=654&amp;tpl_id=64</a>	<a href="http://commerce.wi.gov/Act255/">http://commerce.wi.gov/Act255/</a>	<a href="http://www.govtrack.us/data/us/bills/text/109/h/h5198.pdf">http://www.govtrack.us/data/us/bills/text/109/h/h5198.pdf</a>

### 3.2 *Mallien keskeiset ominaisuudet*

Keskeisiä parametreja verokannustimissa ovat mm. (1) verokannustimen luonne; (2) verokannustimen taso; (3) sijoituksen pitoaika; (4) hyväksyttävät kohdeyritykset; (5) hyväksyttävät sijoitukset; (6) hyväksyttävät sijoittajat ja (7) hyväksyttävät rahoitusinstrumentit.

*Verokannustimen luonne.* Yksi keskeisimmistä parametreista bisnesenkeliverokannustinjärjestelmissä on se, mihin kohtaan sijoitusprosessia kannustin kohdistuu (kts. esim. OECD, 1997; OECD, 2002). Verokannustin voi kohdistua sijoitusta tehtäessä saataviin hyötyihin ("front end" / ex ante) tai sijoituksesta luovuttaessa saataviin hyötyihin ("back end" / ex post) tai molempiin (esimerkiksi Ison-Britannian EIS-malli). Yleinen näkemys on, että sijoitushetkellä saatava sijoitusmäärästä suoraan riippuva verohyvitystyyppinen verokannustin (tax credit) on näistä kahdesta tehokkaampi pääoman tarjonnan lisäämisessä ja uusien sijoittajien houuttelemisessa markkinoille.<sup>29</sup> Vastaavasti sijoituksesta voitollisesti irtauduttaessa saatavassa verohyödyssä on se positiivinen piirre, että se houkuttelee eniten niitä, jotka uskovat voivansa irtautua sijoituksista voitollisesti. Tämän voidaan uskoa aktivoivan voimakkaammin erityisesti ammattitaitoisempia sijoittajia ja siten myös kohottaa markkinoilla toimivien sijoittajien keskimääräistä ammattitaitoa (Lumme et al., 1998). Lisäksi tämä upside-kannustin myös kannustaa sijoittajia panostamaan voimakkaasti kohdeyritysten valintaan ja sijoituksen jälkeiseen kehittämiseen, koska verohyöty tulee

---

<sup>29</sup> Esimerkiksi Yhdysvaltain ehdotetun ACE-verokannustinmallin perusteluissa viitataan siihen, että sijoitusvuonna saatavat verokannustimet aktivoivat suuremmin sijoituksia kriittisessä vaiheessa riskipitoisten alkavien yritysten kehitystä kuin luovutusvoiton verovähennykset, joista on hyötyä vasta myöhemmin ja vain, jos yritys selviytyy menestyksekkäästi yli vaikean alkuvaiheen ja siitä voidaan irtautua voitollisesti (Sohl, 2006c): "As such, a capital gains reduction, which occurs at the exit event, is only realized if the venture survives the seed stage. Thus, the proper tax incentive program is one that is targeted at the "front end" during the start-up stage, when the risk of failure is the greatest and the capital gap is the most severe. The tax credit proposed in HR 5198 is a judicious use of public policy since it targets the incentive at exactly the time it is needed by both the entrepreneur and the angel investor."

vain menestyksellisistä sijoituksista.<sup>30</sup> Haasteena on, että hyödyn saaminen on hyvin epävarmaa, koska hyvin suuri osa sijoituksista epäonnistuu (Mason et al., 2002a; OECD, 2002).<sup>31</sup>

Kun pohditaan bisnesenkelikannustimien painottumista sijoitusvuonna saataviin verohyvytyksiin ja irtautumisvuonna saataviin huojennuksiin luovutusvoittojen verotuksessa, on myös syytä ottaa huomioon veroympäristön muut piirteet, kuten monissa maissa laajemminkin osakesijoituksiin kohdistuva luovutusvoittojen verovapaus tai huojennus. Useissa maissa kuten mm. Belgiassa, Luxemburgissa, Sveitsissä, Portugalissa, Venäjällä ja Italiassa osakesijoitusten luovutusvoitot ovat laajalti verovapaita ja monissa muissakin maissa, kuten Isossa-Britanniassa, Yhdysvalloissa, Espanjassa ja Kreikassa on huojennuksia erityisesti pitkäaikaisten osakesijoitusten luovutusvoitoista (Aernoudt et al., 2007; Aktiespararna, 2006; EBAN, 2006; European Commission, 2003b; EVCA, 2005; OECD, 2006b), jolloin luovutusvoittojen verotukseen ei voi liittyä erityisiä bisnesenkelikannustimia (esim. Belgia, kts. Aernoudt et al., 2007). Maissa, joissa pitkäaikaisia osakesijoituksia ei veroteta lainkaan tai niihin kohdistuu muita laajempia huojennuksia, sijoitusvuoden verotuksessa myönnettävät sijoitusmäärään suhteutetut verohyvytykset jäävät selvimmin erityisalueeksi, jossa voidaan rakentaa erityisiä kannustimia uusien bisnesenkeli-sijoittajien aktivoimiseksi (esim. Yhdysvaltojen esitetty ACE-malli).

---

<sup>30</sup> Teorianäkökulmasta viittä erilaista interventiotyyppiä (ex ante -tuet, ex post -verokannustimet, takausohjelmat, julkiset pääomasijoitukset ja pääomasijoitustoiminnan kustannusten julkinen tuki) analysoidessa ainoastaan ex post -verokannustimien todettiin olevan parhaaseen lopputulokseen johtava robusti instrumentti, kun taas kaikkien muiden neljän instrumentin todettiin eräissä tilanteissa joko olevan tehotomia tai jopa tuhoavan markkinamekanismin toimintaa (Hirsch, 2006).

<sup>31</sup> Mason ja Harrison (2002a) ovat tutkineet bisnesenkeli-sijoitusten tuottoja perustuen 127 bisnesenkeliin yhteensä 128 päätyneeseen sijoitukseen Isossa-Britanniassa. Sijoituksista 34 % oli johtanut täydelliseen tappioon (koko sijoitetun pääoman menetykseen), 13 % osittaiseen tappioon tai omilleen pääsemiseen, mutta 23 % sijoituksista tuotti 50 % tai suuremman vuotuisen tuoton.

*Verokannustimen taso.* Verokannustimen tason tulisi olla riittävän suuri ollakseen tehokas ja houkutteleva tavoitelluille sijoittajille. Toisaalta ollakseen kustannustehokas, verokannustimen tason ei tulisi olla yhtään tätä suurempi. Esimerkkeinä verohyvitystyypissä kannustimissa käytetyistä tasoista voidaan mainita EIS-mallissa käytetty 20 prosentin ja Yhdysvalloissa esitetyssä ACE-mallissa suunniteltu 25 prosentin verovähennys. Tämä haarakka on varsin tyypillinen myös esimerkiksi Yhdysvaltojen osavaltioissa käytössä olleissa malleissa (CDVCA, 2004). Luovutusvoittojen verotuksen huojennuksen sisältävissä malleissa tyypillinen kannustin on täydellinen vapautus luovutusvoittojen verosta tietyn pitoajan jälkeen (Ison-Britannian EIS-malli). Useissa maissa luovutusvoittoa ei veroteta lainkaan ja tämä etu pätee laajemminkin pitoajaltaan tietyn määrärajan ylittäneisiin osakesijoituksiin.

*Sijoituksen pitoaika.* Bisnesenkeli-sijoitusten kannustamisessa tavoite on tukea kärsivällisiä riskipääomasijoituksia alkavan vaiheen yrityksiin. Siitä syystä verokannustimille on tyypillisesti asetettu minimipitoaika. Useissa tapauksissa pitoajaksi on määritelty kolme (3) vuotta (mm. ACE- ja EIS-mallit). Yhdysvalloissa esitetyssä ACE-mallissa sijoitusta on pidettävä kolme vuotta tai saatu veronalennus peritään takaisin lukuun ottamatta tilannetta, jossa pitoaika jää alle kolmen vuoden sijoituksen likvidoinnin takia.

*Hyväksyttävät kohdeyritykset.* Kannustinmallin tehokkuuden parantamiseksi ja väärinkäytösten estämiseksi kannustinmalleissa on oltava selkeät kohdistussäännöt, jotka ohjaavat sijoitukset ohjelman tavoitteen mukaisiin yrityksiin ja estävät väärinkäytökset.<sup>32</sup> Tyypillisiä sääntöjä ovat, että yrityksen on toimittava aktiivisesti (estetään sijoitukset ”kuoriyhtiöi-

---

<sup>32</sup> Tavoitteena on usein luoda yksinkertaiset mutta kattavat säännöt, jotka mahdollistavat järjestelmän toiminnan ilman että siihen on tarvetta sitoa suuria henkilöresursseja, kts. esim. esitys Yhdysvaltojen ACE-mallista (Preston, 2006) ja lakitekstiesitys: <http://www.govtrack.us/data/us/bills.text/109/h/h5198.pdf>.

hin”) verokannustimen tavoitteiden mukaisilla toimialoilla (pois lukien esimerkiksi kiinteistöliiketoiminta ja maanviljely) ja sijoittajalla on oltava riippumaton suhde (”arms length”) kohdeyritykseen (ei esimerkiksi työntekijä). Väärinkäytöksiä pyritään estämään myös mm. rajoittamalla kohdeyrityksen liiketoimintaan liittymättömiä kiinteistöomistuksia.

Usein verokannustimien tavoitteena on tukea rahoitusta alkavan vaiheen yrityksiin, jolloin kriteerinä voi olla mm. yrityksen ikä ja/tai koko. Malleissa on voitu määritellä erikseen kokokriteerit, mutta toisaalta Euroopassa voitaisiin pyrkiä käyttämään myös yleisiä määritelmiä kuten esimerkiksi EU:n pk-yritysten määritelmiä (mikroyritys, pienyritys tai keskisuuriryitys)<sup>33</sup> tai esimerkiksi ehdotetun EU:n uuden valtiontukisäädöksen mukaista ”nuori innovatiivinen yritys” –määritelmää (Euroopan komissio, 2006).<sup>34</sup> Toisaalta monessa maassa on nähty hyödylliseksi tukea yksityishenkilöiden pitkäaikaisia sijoituksia myös kasvuvaiheen yrityksiin ja jopa pörssilistattuihin yrityksiin, mistä esimerkkinä mm. Lontoon pörssin kevyesti säännellylle Alternative Investment Market (AIM) –markkinalle listattuihin yrityksiin sijoitettaessa käytettävissä olevat bisnesenkelikannustimet.<sup>35</sup> Monissa maissa on käytössä pitkän aikavälin osakesijoituksissa verovapaat tai verotukseltaan huojennetut luovutusvoitot.

---

<sup>33</sup> Mikroyritys: alle kymmenen (10) henkilöä ja liikevaihtoa tai tase enintään kaksi (2) miljoonaa euroa; pienyritys: alle 50 henkilöä ja liikevaihtoa tai tase alle kymmenen (10) miljoonaa euroa; pk-yritys: alle 250 henkilöä ja liikevaihto enintään 50 miljoonaa euroa tai tase enintään 43 miljoonaa euroa (European Commission, 2003a)

<sup>34</sup> Euroopan komission määritelmän tarkoittamien nuorien innovatiivisten yritysten kriteerit ovat: ”a) tuensaaja on pieni yritys, joka on toiminut alle kuusi vuotta tuen myöntämisaikankohdan mennessä, ja b) tuensaaja on innovatiivinen yritys sillä perusteella, että: i) jäsenvaltio voi osoittaa ulkopuolisen asiantuntijan tekemän arvioinnin ja erityisesti liiketoimintasuunnitelman perusteella, että tuensaaja kehittää lähitulevaisuudessa tuotteita, palveluja tai prosesseja, jotka ovat teknologisesti uusia tai parantavat huomattavasti alansa tämänhetkistä huipputasoa yhteisössä ja joihin liittyy teknologisen tai teollisen epäonnistumisen riski; tai ii) tuensaajan T&K-kustannukset ovat vähintään 15 prosenttia sen liiketoiminnan kuluista vähintään yhtenä vuonna tuen myöntämistä edeltävistä kolmesta vuodesta tai, jos on kyse vastaperustetusta yrityksestä, jolla ei vielä ole taloudellista historiaa, sen kuluvan tilikauden tilinpäätöksessä, minkä ulkopuolinen tilintarkastaja on vahvistanut.” (Euroopan komissio, 2006).

<sup>35</sup> Kts. esim. Baker & Tillyn (2005) laatima opas AIM-listalle tehtäviin yrityksiin sijoitettaessa käytettävissä olevista verohelpotuksista (mm. EIS-malli).

*Hyväksyttävät sijoitukset.* Verokannustinmallien tarkoitus on yleensä aktivoida sijoituksia identifioituilla markkinapuutealueilla, mistä näkökulmasta sijoitukset pyritään useimmiten rajaamaan alkavan vaiheen tai kasvuvaiheen pienyrityksiin. Toisaalta julkisen sektorin intressissä on myös kontrolloida myönnettävien verohelpotusten määrää budjetinäkökulmasta.<sup>36</sup> Mm. näistä syistä verohyvitystyypissä verokannustinmalleissa helpotusta laskettaessa huomioon otettavilla sijoitusmäärillä on käytännössä poikkeuksetta yläraja. Ylärajan ei tulisi olla suurempi kuin on perusteltua verokannustimen tavoitteen kannalta (määrän ei esimerkiksi ole perusteltua olla suurempi, kuin millaisia sijoituksia tarvitaan kasvuvaiheen yrityksissä). Toisaalta määrän tulisi olla riittävä, jotta se aktivoisi kannustinmallin tavoitteiden kannalta relevantteja sijoituksia. Esimerkiksi Irlannin Business Expansion Scheme (BES) –mallin tukema maksimisijoitus 31 750 euroa on koettu olennaisesti riittämättömäksi suhteessa yrityksissä tyypillisesti tarvittaviin useasta sadasta tuhannesta eurosta yli pariin miljoonaan euroon kasvaviin sijoituskierroksiin (Small Business Forum, 2006). Ehdotetussa ACE-mallissa yläraja olisi 25 % maksimissaan 500 000 dollarin vuotuisista sijoituksista ja enintään 250 000 dollaria per yritys per vuosi. Isossa-Britanniassa verokaudella 2006-2007 maksimisijoitus, josta 20 prosentin verohyvityksen voi saada, on 400 000 puntaa.<sup>37</sup>

*Hyväksyttävät sijoittajat.* Keskeisenä asiana hyväksyttävien sijoittajien rajaamisessa on tyypillisesti pyritty varmistamaan, että sijoittajalla ei ole aiempia merkittäviä kytköksiä yritykseen. Eräissä verokannustinohjelmissa on lisäksi rajattu hyväksyttäviä sijoittajia heidän oletettavan ammatillisuutensa perusteella. Perusteluina on esitetty sijoittajien mukanaan tuoman lisäarvon varmistamisen ohella mm. se, että yrityksen jatkorahoituksen kan-

---

<sup>36</sup> Esimerkiksi Ison-Britannian vuoden 2005-2006 budjetissa on budjetoitu EIS-mallin verovähennyksiin tuloverotuksessa 140 miljoonaa puntaa (HM Treasury, 2006).

<sup>37</sup> Määrä oli aiemmin 200 000 puntaa ja nostettiin 400 000 puntaan 6.4.2006 alkaen. Samalla pienennettiin hyväksyttäväksi sijoituskohteeksi kelpaavan yrityksen taseen loppusummaa 15 miljoonasta punnasta seitsemään (7) miljoonaan puntaan ennen sijoitusta ja kahdeksaan (8) miljoonaan puntaan sijoituksen jälkeen sijoitusten kohdistamiseksi tarkemmin markkinapuutealueille (HM Treasury, 2006).

nalta on tärkeää, että ulkoisina sijoittajina ei ole epäammattimaisia piensijoittajia, tai että yrityksen markkinoidessa sijoitusmahdollisuutta sitä ei markkinoitaisi listaamattomiin pienyrityksiin tehtäviin sijoituksiin liittyviä riskejä ymmärtämättömille piensijoittajille. Yhdysvaltain ACE-mallissa on esitetty kriteeriksi Yhdysvaltain SEC:n ”qualified investor” -statusta. Euroopassa ei toistaiseksi ole suunnattujen antien (private placement) näkökulmasta yhtenäistä hyväksyttävän sijoittajan määritelmää, mutta Euroopan komission kutsu- ma asiantuntijaryhmä ehdotti raportissaan (European Commission, 2006c) yleiseurooppalaisen hyväksyttävän sijoittajan määritelmän luomista helpottamaan private placement -sijoitusten Euroopan-laajuista markkinointia siten, että private placement -sijoituksia voisi markkinoida ja niistä voisi tehdä sopimuksia kevyemmin menettelyin hyväksytyjen ammattimaisten sijoittajien kanssa (kts. myös European Commission (2006b) koskien ammattimaisten sijoittajien Euroopan-laajuista määrittelyä ja yleistä ns. suunnattujen antien järjestelyä). Hyväksyttävien sijoittajien rajaaminen on osaksi verokannustinmallin tavoitteista lähtevä kysymys: halutaanko houkutella sijoittajiksi kaikkia halukkaita piensijoittajia vai halutaanko rajoittein pyrkiä varmistamaan sijoittajien ammattitaitoisuus ja sitä kautta mahdollisesti vaikuttaa myös kohdeyritysten sijoituksista saamiin ei-rahallisiin hyötyihin. Bisnesenkeliä ohella myös kasvuhakuisten nuorien innovaatioyritysten omistaja-yrittäjien ja niihin osaamistaan omistusta vastaan sijoittavien ns. osaamispääomasijoittajien kannustimien kehittäminen olisi erittäin tärkeätä (Hyytinen & Rouvinen, 2005; Seppä, 2006)

*Hyväksyttävät rahoitusinstrumentit.* Bisnesenkeliäverokannustimien tarkoitus on aktivoida yksityishenkilöiden pääomasijoituksia. Käytännössä pääomasijoituksia tehtäessä käytetään kuitenkin useimmilla kehittyneillä markkinoilla - Suomi mukaan lukien - monenlaisia instrumentteja, kuten esimerkiksi etuosakkeita tai kohdeyhtiön etuosakkeiksi vaihdettavissa olevia pääomalainaehdoissa vaihtovelkakirjalainoja (kts. esim. Hidén & Tähtinen, 2005). Käytössä olevissa tai ehdotetuissa malleissa on hieman toisistaan poikkeavia rajoituksia

hyväksyttävien instrumenttien suhteen. Ison-Britannian EIS-mallissa hyväksytään vain tavallisia osakkeita. Perusteluna on, että tavallisia osakkeita käyttämällä sijoittaja ja yrittäjä ovat ”samassa veneessä” ja että tavallisten osakkeiden arvonmääritys verotusta varten on helpompaa kuin monimutkaisempien rahoitusinstrumenttien. Tämä on kuitenkin ollut EIS-mallin yksi keskeisimmäksi koetuista puutteista, koska se on pakottanut sijoittamaan tavallista, jota sijoittajat eivät koe optimaaliseksi. Uudella ulkopuolisella sijoittajalla on tyypillisesti käytettävissään vähemmän tietoa yrityksen tilasta ja tulevaisuuden näkymistä sekä pienempi vaikutusvalta sen kehittämiseen kuin sen aiemmilla omistajilla. Näistä syistä sijoittaja haluaa yleensä turvata asemaansa erityyppisiä etuoikeuksia ja kontrollimahdollisuuksia antavilla rahoitusinstrumenteilla (Kaplan & Stromberg, 2003; Lerner & Schoar, 2005). Yhdysvaltojen ehdotetussa ACE-mallissa ei ole mm. näistä syistä haluttu rajoittaa rahoitusinstrumentteja pelkästään tavallisiin osakkeisiin.

### 3.3 *Arvioita mallien toimivuudesta*

Mallien vaikuttavuutta ja kustannustehokkuutta ei ole tutkittu vielä kovin perusteellisesti. Teoriapohjaisesti voidaan osoittaa (Hirsch, 2006), että ex post –tyyppiset kannustimet ovat markkinoiden tehokkaan toiminnan kannalta parempi kannustinmalli ja ne ovat malleina yleisiä,<sup>38</sup> mutta viime vuosina mallina on myös yleistynyt erityisesti bisnesenkelisijoitusten aktivointiin kohdistetut sijoitusvuonna annettavat sijoitusmäärään kytketyt verohyvitykset. Niitä pidetään uusien sijoittajien ja pääoman katalysoinnin kannalta tehokkaampina – välittömästi saatava veroetu on konkreettinen, varma ja helppo laskea (Mason et al., 2000; Sohl, 2006c).<sup>39</sup> Laajin ja

---

<sup>38</sup> Luovutusvoiton verotuksessa tarjotaan useissa maissa huojennuksia tai kokonaisia vapautuksia erityisesti pitkäaikaisista sijoituksista muillekin kuin bisnesenkelisijoituksille.

<sup>39</sup> Toisaalta tästä seuraa myös paineita verokannustimen tarkkaan kohdentamiseen, koska esimerkiksi sijoitusvuonna saatu 20 % verohyvitys 3 vuotta pidetystä sijoituksesta tuottaisi lähes 8 % vuotuisen tuoton vaikka sijoituskohteen arvo pysyisi muuttumattomana, mikä tekisi myös monista matalan tuotto-odotuksen ja matalan riskin sijoituskohteista erittäin houkuttelevia, mikäli kohdistussäännöt eivät onnistuisi rajaamaan niitä pois.

viitatuin verokannustimien hyötyjä selvittänyt empiirinen tutkimus on Ison-Britannian veroviraston teettämä tutkimus (Boyns et al., 2003), jossa arvioitiin Ison-Britannian EIS ja VCT -malleja. Keskeisinä EIS-mallin tehokkuuteen liittyvinä tuloksina oli, että (1) arviolta 52 % - 62 % sijoitetuista varoista olisi jäänyt sijoittamatta ilman EIS-verokannustinta, (2) arvioitu kustannus (menetettyjen tulo- ja luovutusvoittoverojen muodossa) on ollut 55-66 penceä jokaista ylimääräistä sijoitettua puntaa kohden<sup>40</sup> ja (3) jokaista verotuloissa menetettyä yhtä miljoonaa puntaa kohden EIS-mallin kautta sijoituksia saaneet yritykset ovat lisänneet liikevaihtoaan 3.3 miljoonaa puntaa ja lisänneet 65 työpaikkaa (Boyns et al., 2003). Vaikkei tuloksille ole suoraa vertailukohtaa, niitä on pidetty yleisesti positiivisina ja niiden pohjalta ohjelmaa on päätetty jatkaa ja sen piiriin mahtuvien sijoitusten kokoa kasvattaa. Parhaillaan Isossa-Britanniassa on käynnisteillä uusi ekonometrisesti syvällisempi tutkimus, joka tarjoaa valmistuttuaan lisätietoa kannustinten vaikuttavuudesta ja kustannustehokkuudesta. Bisnesenkeleiden tuottojen ja kohdeyritysten bisnesenkeleiltä saaman tuen suhteen arvioinnissa havaittiin, että hyvät tuotot kohdistuivat sijoittajille, jotka olivat sijoittaneet suuria pääomia, tukeneet kohdeyrityksiä aktiivisesti ja käyttäneet EIS-mallia ensisijaisesti sen tarjoaman luovutusvoittoveron huojennuksen takia.<sup>41</sup>

<sup>40</sup> Yhtenä kustannustehokkuuden arvioinnin kannalta mielenkiintoisena vertailukohtana voisi pitää T&K -investointien kannustamiseksi myönnettyjen verokannustimien kustannuksia, joiden on saatavilla olevan tiedon perusteella arvioitu olevan noin euro jokaista ylimääräistä sijoitettua euroa kohden (*"In the current (imperfect) state of knowledge we conclude that a dollar in tax credit for R&D stimulates a dollar of additional R&D."* (Hall & Van Reenen, 2000)). Tämän valossa vaikuttaisi, että bisnesenkelit reagoivat verokannustimiin herkemmin kuin yritykset T&K -sijoituksissaan. Toinen ero bisnesenkelikannustimilla ja T&K -verokannustimilla on, että bisnesenkelikannustimilla pyritään rahoituksen katalysoinnin lisäksi myös kytkemään alkaviin yrityksiin bisnesenkelisijoitusten kautta sitoutuneita kokeneita henkilöitä yrityksiä kehittämään, minkä on arvioitu tuottavan merkittäviä lisähyötyjä kohdeyritysten kehitysnäkökulmasta verrattuna julkisorganisaation jakamiin tukiin. Kts. myös Valkonen (2007): *"T&K -toiminnan verokohtelu yritystasolla vaikuttaa vain rajoitetusti mahdolliseen rahoitusrajoitteeseen... ...Sen sijaan omistajatason, kuten pääomasijoittajien, verotuksella saattaa olla enemmänkin merkitystä rahoitusrajoitteen kannalta."*

<sup>41</sup> *"EIS investors most likely to have made capital gains are broadly the same as those who have invested large amounts through the scheme, i.e. high income and wealthy individuals, investing 'hands-on' and attracted into the scheme for CGT reasons"* (Boyns et al., 2003)

Wisconsinissa vuonna 2005 käynnistetyn verokannustinohjelman (ACT 255) ensimmäisissä arvioissa (Ward, 2006) on todettu, että raportoitujen bisnesenkelisijoitusten määrä nousi vuonna 2005 65 % edellisvuoteen verrattuna. Samassa arvioinnissa on myös arvioitu ACT 255:n kiinnittäneen huomiota enkelisijoituksiin ja alkavan vaiheen yrityksiin, auttaneen luomaan enkelisijoitusmarkkinan wisconsinilaisille yrityksille, sen tuottaman raportoinnin auttaneen luomaan kuvan sijoitustoiminnasta, vähentäneen hieman sijoittajien siemen- ja käynnistysvaiheen sijoituksiin liittyvää riskiä ja luoneen positiivisen ilmapiirin investoinneille wisconsinilaisiin käynnistysvaiheen yrityksiin (Ward, 2006).

Akateemisesta tutkimuksesta löytyy myös joitakin kriittisiä näkökulmia ja tutkimuksia, jotka ovat jossakin määrin kyseenalaistaneet hyötyjä yksityishenkilöiden kannustamisesta pääomasijoitustoimintaan perustuen yksityishenkilöiden osaamistason heterogeenisuuteen (Lerner, 1998)<sup>42</sup> sekä epäilleet tiettyjen huonosti suunniteltujen piensijoittajien pääomarahastoihin tekemiä sijoituksia kannustavien verokannustinohjelmien vaikuttavuutta ja kustannustehokkuutta.<sup>43</sup> Isossa-Britanniassa EIS-ohjelmaa edeltävässä Business Expansion Scheme (BES) –mallissa 1983-1993) todettiin aikanaan ongelmaksi sen puutteellinen kohdennus, joka johti sijoitusten valumiseen vähäriskisiin kohteisiin, esimerkiksi kiinteistöisijoituksiin (Lumme et al., 1998). BES-mallin vuonna 1994 korvanneessa EIS-mallissa sijoitukset on kohdennettu tarkemmin aktiivisiin alkavan vaiheen yrityksiin ja mallista on hyviä kokemuksia (mm. Boyns et al., 2003). EIS-mallissa kritiikki on koskenut ensisijaisesti sen säännösten monimutkaisuutta ja lukuisia rajoitteita (esimerkiksi hyväksyttävät rahoitusinstrumentit), jotka ovat tehneet mallista vaikeasti hyödynnettävän ja todennäköisesti vähen-

---

<sup>42</sup> Lerner (1998) esittääkin merkittäväksi haasteeksi bisnesenkelisijoitusten aktivointiin tarkoitetuille ohjelmille sen, miten niissä saadaan varmistettua sellaisten bisnesenkeleiden osallistuminen, jotka parhaiten tukevat kohdeyritysten kehittymistä: ”*One challenge facing public efforts is how to insure the involvement of angels who can add the most value.*”

<sup>43</sup> Kanadan Labour Sponsored Venture Capital Corporation" (LSVCC) (Cumming et al., 2006b; Lerner et al., 2005) ja ”The Quebec Business Investment Company” (QBIC) (Carpentier & Suret, 2007).

täneet sinänsä varsin avokätisen kannustinmallin vaikuttavuutta (BDO Stoy Hayward, 1999; Mason et al., 2000).

Suomessa bisnesenkeli-verokannustimia ei ole ollut käytössä, mutta niiden käytön edellytyksiä on tutkittu empiirisesti useaan otteeseen mm. haastatteluin ja kyselymenetelmin (Lahti, 2004, 2007; Lumme et al., 1998). Lumme, Mason ja Suomi (1998) päätyivät tutkimuksessaan johtopäätökseen, että Suomessa olisi perusteita kokeilla verokannustimia yksityishenkilöiden pääomasijoitusten kannustamiseksi ja että ideaalinen kannustinmalli olisi yksinkertainen ja helppo kuvata, toisi epäformaaleille pääomasijoituksille muista sijoitustyypeistä poikkeavan edun ja kohdistuisi aitoihin riskisijoituksiin, joissa on korkea riski ja mahdollisesti korkeat tuotot. Johtopäätöksissä todettiin erityisesti, että kannustimen pitäisi perustua luovutusvoittojen alhaisempaan verotukseen sen sijaan, että parannettaisiin tappioiden vähennysmahdollisuutta tai myönnettäisiin verovähennyksiä sijoitushetkellä (Lumme et al., 1998). Myöhemmin Lahti (2007) on tutkinut mahdollisten verokannustinten vaikutuksia perustuen suureen määrään bisnesenkeli-haastatteluja ja arvioinut niiden pohjalta erityyppisten kannustimien vaikutuksia. Arvioiduista verokannusteista tutkimuksessa nousi vaikuttavimmaksi määritellyt kriteerit täyttävien riskisijoitusten luovutusvoittojen verovapaus kolmen vuoden pitoajan jälkeen (Lahti, 2007), mutta myös verotuksen siirtoa, tappioiden vähentämiskelpoisuuden parantamista ja sijoitusvuonna saatavia verohyvityksiä pidettiin tärkeinä kannustimina. Tutkimuksessa esitetyt arviot perustuivat nykytoimintaympäristössä toimivien bisnesenkeli-omiin arvioihin erilaisten verokannustimien vaikutuksista heidän sijoituskäyttäytymiseensä ekstrapoloituna arvioituun nykyiseen bisnesenkeli-populaatioon, muttei huomioi verokannustimien mahdollisia vaikutuksia uusien bisnesenkeli-aktivointiin ja siitä syntyvää mahdollista sijoitusvolyymien kasvua. Tutkimuksessa ei myöskään arvioitu verokannustimien kustannustehokkuutta.

Kaiken kaikkiaan keskeisiä erityishaasteita bisnesenkeliverokannustinjärjestelmissä on yleisten veropohjan säilyttämiseen, neutraliteettiin ja verojärjestelmän yksinkertaisuuteen liittyvien tavoitteiden ohella luonnollisesti pystyä kohdistamaan kannustimet tavoitelluille markkinapuutealueille, saada verokannustimista kustannukset ylittävät suorat ja epäsuorat hyödyt, estää väärinkäytökset ja sovittaa yhteen kansantaloudelle tärkeä uusien kasvuyritysten synnyn ja kasvun tukeminen ja toisaalta sen edellyttämät poliittisesta näkökulmasta haastavat usein jo valmiiksi taloudellisesti ja todennäköisesti muutoinkin hyvin menestyvää ryhmää kannustavat toimenpiteet. Verokannustimien tehokkuus ja kohdistus on tyypillisesti pyritty varmistamaan verokannustimien suunnittelulla, mitoituksella ja selkeillä säännöillä. Samoin väärinkäytöksiä pyritään estämään selkeillä säännöksillä hyväksyttävistä sijoittajista ja sijoituksista sekä toisaalta varaamalla oikeus verohyödyn takaisinperintään kriteerien jäädessä täyttymättä.<sup>44</sup> Poliittinen dimensio on koettu ongelmallisemmaksi Euroopassa kuin Yhdysvalloissa. Esimerkiksi Irlannissa tämä on asiantuntijoiden mukaan koettu jossakin määrin haasteellisenä. Toisaalta Isossa-Britanniassa malleista on enemmän kokemusta ja suhtautuminen on ollut sen myötä ongelmattomampaa. Yhdysvalloissa ei asiaa tuntevien mukaan ole koettu ongelmaa, ja parhaillaan käsittelyssä oleva ACE-malli onkin kehitetty ja esitelty sekä senaattiin että edustajainhuoneeseen yhteisesti molempien valtapuolueiden yhteistyönä. Asiantuntija-arvion mukaan asiaan ei ole liittynyt Yhdysvalloissa poliittisia ongelmia sen vuoksi, että molemmissa puolueissa on nähty esitetyn verokannustinmallin olevan perusteltu ja tärkeä maan kilpailukyvyn ja talouden näkökulmasta.<sup>45</sup> Lisäksi asiaan on arvioitu vaikuttavan se, että Yhdysvalloissa on kokemusta osavaltiotasoisista bisnesenkeliverokannustinmalleista jo 21 osavaltiosta ja niistä saatua kokemusta pidetään yleisesti myönteisenä. Lisäksi merkittävä tekijä on asiantuntija-arvioiden

---

<sup>44</sup> Kts. Esim. Ehdotettu laki ACE-mallista (13 sivua):  
<http://www.govtrack.us/data/us/bills.text/109/h/h5198.pdf>

<sup>45</sup> “*Non-partisan*” issue – simply makes economic sense“ (Susan L. Preston, ACE-verokannustinmallin keskeinen valmistelija esityksessään NORFACE-seminaarissa Helsingissä 17.10.2006).

mukaan Yhdysvaltain ja monien Euroopan maiden merkittävä kulttuurinen ero suhtautumisessa yrittäjyyteen ja riskinottoon, mikä on Euroopalle ja Suomelle aivan erityisesti edelleen hyvin merkittävä haaste kasvuyritystoiminnan kehittämisessä.<sup>46</sup>

#### **4. Johtopäätökset**

Alkavat yritykset, erityisesti innovaatiopohjaiset nopeaan kasvuun tähtäävät yritykset, tarvitsevat usein ulkoista omanpääomanerhoista riskirahoitusta, jota ei sen tyyppisille yrityksille ole useinkaan helposti saatavilla. Rahoituksen lisäksi nopeaan kasvuun tähtäävät alkavat innovaatioyritykset tarvitsevat tyypillisesti tukea yrityksen kehittämiseen ja hallitustyöskentelyyn. Nopeaan kasvuun tähtäävät alkavat innovaatioyritykset pyrkivät usein hyödyntämään rahoituksessaan pääomasijoittajia (joko pääomasijoitusyhtiöitä tai bisnesenkelleitä). Alkavaan vaiheeseen sijoittavia pääomasijoitusyhtiöitä on vähän ja ne voivat vain harvoin vastata koko alkavan vaiheen pääomasijoitusten kysyntään. Näin ollen bisnesenkelleillä on parhaimmillaan hyvin merkittävä rooli alkavan vaiheen innovaatioyritysten rahoittamisessa ja tukena. Verokannustimilla on arvioitu olevan hyvin merkittävä rooli bisnesenkelleisijoitusten aktivointivälineenä ja uusia verokannustinohjelmia onkin otettu viime vuosina käyttöön useissa maissa.

Verokannustimien toimivuutta on kuitenkin tutkittu toistaiseksi melko vähän johtuen osaksi melko vähäisestä määrästä käytössä olevia verokannustinmalleja, joista olisi saatavilla systemaattista dataa pitkältä aikaväliltä. Tähänastisista tutkimuksista perusteellisin ja eni-

---

<sup>46</sup> Kts. esim. Flash Eurobarometer 2004 –tutkimus (European Commission, 2004) tai Global Entrepreneurship Monitor 2005 –tutkimus (Minniti et al., 2006) sekä Hyytinen & Pajarinen (2005b), jotka ovat mitanneet suomalaisten, eurooppalaisten ja yhdysvaltalaisien yrittäjyysaktiivisuutta ja suhtautumista yrittäjyyteen. Yhdysvalloissa suhtautuminen yrittäjyyteen on ollut huomattavasti suomalaisia ja eurooppalaisia positiivisempaa.

ten viitattu on Ison-Britannian veroviraston teettämä tutkimus (Boyns et al., 2003), joka antoi tukea verokannustimien toimivuudelle ja jonka pohjalta Ison-Britannian hallitus päätti jatkaa ja lisätä kannustimista vuosina 2004 ja 2006. Verokannustimien toimivuuteen vaikuttavista tekijöistä ei toistaiseksi ole juuri lainkaan tutkimusta. Verokannustimien toimivuuteen voidaan kuitenkin olettaa vaikuttavan monet taustatekijät, kuten esimerkiksi pääomasijoitusten kysyntä, yrittäjien ja sijoittajien osaaminen, yrittäjien ja sijoittajien mahdollisuudet kohdata sekä esimerkiksi lähtötilanne sijoittajien ja kohdeyritysten verotuksessa ja muussa verotuksellisessa ja lainsäädännöllisessä toimintaympäristössä. Keskeisiä kiinnostavia kysymyksiä onkin mm. se, miten tehokkaasti vaikuttavia ja kustannustehokkaita verokannustimet lopulta ovat bisnesenkelisijoitusten kannustamisessa ja miten verokannustimallien eri parametrit vaikuttavat niiden vaikuttavuuteen ja kustannustehokkuuteen. Verokannustinten kustannusten arvioinnin kannalta olisi tärkeä tuottaa nykyistä tarkempaa tilastoaineistoa esimerkiksi yksityishenkilöiden listaamattomiin pk-yrityksiin tekemistä sijoituksista saamista luovutusvoitoista ja niihin perustuvista verotuotoista jaoteltuna esimerkiksi yrityksen iän ja sijoituksen pitoajan suhteen ja mahdollisuuksien mukaan myös esimerkiksi merkittävät suorat valtiontuet mahdollistavan EU:n nuorien innovatiivisten yritysten määritelmän mukaisesti (Euroopan komissio, 2006).<sup>47</sup> Toistaiseksi mahdollisten verokannustinten kustannuksista ei ole Suomessa voitu tehdä edes staattisia arvioita. Päätöksenteon kannalta vielä hyödyllisempää olisi mallintaa ja arvioida verokannustinten pitkän aikavälin dynaamisia vaikutuksia ("dynamic scoring", kts. esim. Mankiw & Weinzierl, 2006), koska kasvuyrityksiin tehtäviä riskipääomasijoituksia tukevilla verokannustimilla

---

<sup>47</sup> Koska esimerkiksi EU-tasolla on arvioitu nuorien innovatiivisten yritysten rahoitusrajoite siinä määrin merkittäväksi Euroopan kilpailukykyä haittaavaksi ongelmaksi, että komission tuoreen ohjeen mukaisille "nuorille innovatiivisille yrityksille" sallitaan jopa miljoonan euron suorat valtiontuet (Euroopan komissio, 2006), ja koska kyseisen puitteen pohjalta Suomessakin suunnitellaan merkittäviä suoria tukia, voisi olla perusteltua harkita voitaisiinko ongelmaan vastata tehokkaammin parantamalla hieman tällaisiin yrityksiin kohdistuvien yksityisten sijoitusten tuotto-riski – suhdetta esimerkiksi niihin tehtyjen riskipääomasijoitusten luovutusvoittojen verotuksen huojennuksella ja vähentää siten tarvetta verovarojen kanavointiin niihin kohdistettaviin merkittäviin suoriin valtiontukiin.

aikaansaatuja yhteiskunnallisten hyötyjen voi ennakoida syntyvän usean vuoden aikana kohdeyritysten kasvaessa ja työllistäessä.<sup>48</sup>

Käytännössä päätöksenteon näkökulmasta joudutaan kuitenkin toimimaan vielä pitkään ilman lopullista vastausta erityyppisten verokannustinten hyvydestä. Lopullisen vastauksen tuottaminen on tulevaisuudessakin vaikeaa johtuen mm. siitä, että verokannustimia voidaan rakentaa hyvin monella eri tavalla ja pienten yksityiskohtien toteutus tai erot toimintaympäristössä saattavat tehdä yhtäällä hyvin toimivasta mallista toisaalla huonosti toimivan. Vaikkei tutkimuksesta olekaan lähiaikoina oletettavissa lopullista vastausta verokannustinten hyvyyteen ja parhaaseen rakenteeseen, päätöksenteon kannalta arvokasta informaatiota voi kuitenkin olla myös havainto, että useissa maissa, joissa pääomasijoitusmarkkinat ovat maailman kehittyneimpiä, on myös pitkäaikaista kokemusta bisnesenkeli-verokannustimista ja tähän kokemukseen pohjautuen ohjelmia on viime vuosina jatkettu tai laajennettu.

Vaikkei tutkimuksesta tultane lähivuosina saamaan lopullista vastausta erilaisten verokannustimien lopullisesta vaikuttavuudesta, kannustimien eri piirteiden ja olosuhdetekijöiden vaikutuksista ja optimaalisen ohjelman rakentamisesta, käytettävissä oleva tutkimus ja kokemukset kuitenkin viittaavat siihen, että hyvin suunnitelluilla verokannustimilla olisi merkittäviä positiivisia vaikutuksia ja että niiden rooli voisi olla merkittävä alkavien yritysten riskipääomarahoituksen kehittämisessä. Kehittyneimmissä verokannustinmalleissa (esim. Ison-Britannian EIS) on katsottu tarvittavan useita kannustinelementtejä (Mason et al., 2002a) ja sijoitukseen liittyvät tuloverohyvitykset on nostettu viimeaikaisissa malleissa

---

<sup>48</sup> Toisaalta mikäli verokannustin kohdistuisi huojennuksena luovutusvoittoihin, jotka on tehty verokannustimen käyttöönoton jälkeen tehtyihin riskipääomasijoituksiin, kustannuksetkin syntyisivät vasta kun kansantaloudellisia positiivisia vaikutuksia on jo ehtinyt syntyä yritysten kasvettua ennen niistä irtautumista.

(esim. USA:n ACE-esitys) keskeisimmäksi kannustinelementiksi pääomien ja uusien sijoittajien aktivoinnissa (Sohl, 2006c). Pitkäaikaisten riskipääomasijoitusten luovutusvoittojen verotuksen osittaiseen tai kokonaiseen huojennukseen perustuvassa ”riskipääoma-huojennus” tyyppisessä verokannustimessa yhdistyisi kuitenkin monta elinkeino- ja veropolitiikassa pitkällä aikavälillä tavoiteltavaa näkökulmaa:

- Pitkäaikaisten (esim. yli 3 vuotta) pääomasijoitusten luovutusvoittoverojen huojennus olisi kannustinmallina yksinkertainen, helposti ymmärrettävä ja kommunikoi-tava ja olisi myös suhteellisen vaivaton ja edullinen hallinnoida suhteessa muihin vaihtoehtoiisiin verokannustinmalleihin (kts. myös esim. Lahti, 2007).<sup>49</sup>
- Suomen kontekstia koskevan empiirisen tutkimuksen (Lahti, 2007). valossa pitkä-aikaisten yli kolme vuotta pidettyjen listaamattomiin yrityksiin tehtyjen sijoitusten luovutusvoittojen verovapaus olisi mekanismina tutkituista vaihtoehdoista vaikut-tavuudeltaan vaikuttavin kannustinmalli. Myös Isossa-Britanniassa tehdyssä tutki-muksessa (Boyns et al., 2003) luovutusvoittojen verohuojennusta pidettiin EIS-mallin toisena tärkeimpänä elementtinä sijoitusvuonna saadun verohyvityksen rin-nalla.
- Koska kustannuksia (menetettyjä verotuloja) aiheutuisi vain menestyneistä sijoituk-sista, välitön kustannus olisi vähäisempi kuin jos vastaavantasoisia kannustimia myönnettäisiin kaikista sijoituksista (OECD, 1997, 2002). Menestyvät yritykset työllistävät ja tuottavat enemmän muita verotuloja, joten kansantaloudellisesta nä-kökulmasta kannustimien kustannukset ja kansantaloudelliset tuotot kulkisivat käsi-kädessä.

---

<sup>49</sup> Esimerkiksi sinänsä mielekkään tuntuinen vaihtoehtoinen ajatus verohuojennuksesta tai -vapaudesta, jonka ehtona olisi uudelleen sijoittaminen määräajan kuluessa (ns. jälleenhankintavaraus) olisi verohal-linnollisesti huomattavasti vaikeampi toteuttaa.

- Menestyksellisistä sijoituksista saatava hyöty aktivoisi voimakkaammin sijoittajia, joilla on syytä uskoa voivansa tunnistaa menestyskelpoisia kohdeyrityksiä ja lisätä kohdeyritysten arvoa (Lumme et al., 1998). Tämä piirre auttaisi automaattisesti parantamaan riskipääomarahoituksen kohdistumista elinkelpoisimpiin hankkeisiin ja kohottamaan kohdeyritysten sijoittajilta saamaa lisäarvoa ja kohdeyritysten kehitystä (Lerner, 1998) ilman erityistä sääntelyä kuten esim. rajaamista tiettyihin sijoittajaryhmiin.
- Luovutusvoiton verotukseen kohdistuva riskipääomahuojennus olisi periaatteena sijoitushetken verohyvityksiä helpommin ja perustellummin sovellettavissa eri tavoin riskipääomasijoituksia tekeviin ryhmiin (mm. monet kokeneimmista suomalaisista bisnesenkeleistä tekevät sijoituksensa sijoitusyhtiön kautta<sup>50</sup> ja ns. osaamis-pääomasijoittajat (Seppä, 2006) sijoittavat pääosin osaamistaan kohottaakseen yrityksen arvoa). Luovutusvoiton verotukseen kohdistuva kannustin voisi aktivoida myös osaavia voimakkaan kasvuhakuisia yrittäjiä, joita on toistaiseksi Suomessa hyvin vähän (Hyytinen & Rouvinen, 2005; Pajarinen et al., 2006).<sup>51</sup>
- Luovutusvoittoveron huojennukseen perustuvalla kannustimella olisi erilaisiin vaihtoehtoihin (julkiset tuet tai ex ante -kannustimet) verrattuna todennäköisesti pienin riski aiheuttaa haitallisia vääristymiä markkinoiden toimintaan (kts. mm. Hirsch, 2006). Pääomasijoitusmarkkinoiden kehittämistä koskeva kirjallisuus pitää

---

<sup>50</sup> Bisnesenkeli-sijoitusten tekeminen sijoitusyhtiön kautta on tietävästi yleistä kokeneiden bisnesenkeleiden keskuudessa, mutta tällaisten yritysten luovutusvoittojen verokohtelu ei ole nykyisellään kovinkaan selkeätä (Ernst & Young Oy, 2005; PricewaterhouseCoopers Oy, 2004).

<sup>51</sup> Mahdollisessa omistaja-yrittäjiin ulottuvassa kannustimessa kohdistaminen voimakkaasti työllistävien kasvuyritysten tukemiseen olisi haastavampaa kuin niihin kohdistuvia ulkoisia riskipääomasijoituksia aktivoitaessa ja esimerkiksi verohyötyjen saaminen vain itsensä työllistävien ammatinharjoittajien yrityksistä tulisi voida rajata pois. Talouskasvun ja työllistävyyden näkökulmasta tutkimustulokset osittavat, että hyvin pieni osa nopeimmin kasvavista yrityksistä luo hyvin suuren osan uusista työpaikoista (kts. esim. Autio, 2005; Autio, Arenius & Wallenius, 2000; Birch, Haggerty & Parsons, 1997; Kirchhoff, 1994). Kasvuyrittäjien kannustimien varmistaminen on kuitenkin hyvin tärkeä asia. Esimerkiksi Hyytinen ja Rouvinen (2005) toteavat: ”Suomi ei tarvitse ainoastaan huippuosaajia, vaan myös huippuyrittäjiä – nimenomaan lahjakkaimpien ja kyvykkäimpien suomalaisten kannustimet valikoitua yrittäjiksi yleensä ja tietyille toimialoille erityisesti on otettava tarkempaan tarkasteluun”.

julkisen sektorin ensisijaisena roolina luoda toimivat lainsäädännölliset ja verotukselliset puitteet taloudellisesti kannattavalle riskipääomasijoitustoiminnalle ja vasta toissijaisesti tarjota suoria tukia (Armour et al., 2006; Bottazzi et al., 2005; Cumming et al., 2006a; Cumming et al., 2006b; Da Rin et al., 2006; Lerner et al., 2005; OECD, 1997, 2004; UK Presidency of the EU and the European Commission, 2005). Luovutusvoitonverotuksen on havaittu olevan keskeinen pääomasijoitusmarkkinoiden kehittymiseen vaikuttava tekijä (Da Rin et al., 2006; Gompers & Lerner, 1998; Jeng & Wells, 2000; Keuschnigg et al., 2004; Poterba, 1989a, 1989b), mm. koska bisnesenkeli-sijoituksissa ja muissakin riskipääomasijoituksissa haetaan ensisijaisesti myyntivoittoja kohdeyrityksen kasvattamisen ja arvonnousun kautta (kts. esim. Mason, 2007; Mason & Harrison, 1994; Saxton, 1997).<sup>52</sup>

- Koska luovutusvoittojen verotuksen huojennuksen kautta luodussa kannustimessa hyötyjä tulisi vain voitollisista sijoituksista, riski verokannustimien johtamisesta puhtaasti verohyötyjen takia tehtäviin sijoituksiin olisi vähäisempi kuin esimerkiksi sijoitushetkellä saataviin verohyvityksiin perustuvissa malleissa (Lumme et al., 1998; OECD, 1997, 2002).
- Koska pitkäaikaisten osakesijoitusten luovutusvoittojen osittainen tai kokonainen verovapaus on käytössä useissa Euroopan maissa (Aktiespararna, 2006; EBAN, 2006; European Commission, 2003b; EVCA, 2005; OECD, 2006b), pitkäaikaisten osakesijoitusten luovutusvoittojen huojennukseen perustuva kannustinmallin voisi katsoa yhdentävän eurooppalaisia verotuskäytäntöjä (kts. myös esim. Lahti, 2007).

---

<sup>52</sup> Da Rin et al. (2006) toteavat laajan empiirisen tutkimuksen perusteella: *“A reduction in capital gains taxation raises the share of early stage and high-tech investments.”* Yksi rajoittava tekijä on se, että monet pääomarahastoihin sijoittavat yhteisöt eivät ole verovelvollisia. Sen sijaan bisnesenkeli-sijoituksissa luovutusvoiton verotuksen merkitys on hyvinkin ilmeinen, koska sijoittajat ovat verovelvollisia (Mason, 2007; Mason et al., 2000).

- Luovutusvoittoverojen huojennuksella ei olisi todennäköisesti suuria haitallisia vaikutuksia vaikka niistä pääsisivät hyötymään jo hieman pidemmälläkin kasvuvaiheessa olevat innovaatioyritykset.<sup>53</sup> Näin ollen kohdistussäännöt ja väärinkäytösten esto olisi yksinkertaisempaa toteuttaa riittävällä tarkkuudella kuin esimerkiksi sijoitusmäärään kytketyissä verohyvityksissä. Luovutusvoittoverojen huojennuksen ulottaminen myös suomalaisilla kevyesti säännellyillä vaihtoehtoisilla markkinapaikoilla (tunnettuna ulkomaisena esimerkkinä esim. Lontoon Alternative Investment Market AIM, Suomessa kenties esimerkiksi Privanet ja/tai suunniteltu First North –markkinapaikka yms.) tehtäviin osakesijoituksiin vastaisi osaltaan huoliin suomalaisesta omistajuudesta, kasvuyritysten rahoitusmahdollisuuksista ja irtautumismahdollisuuksista alkavan vaiheen yrityksiin tehdyistä sijoituksista (Puttonen, 2004; Siilasmaa, 2006). Pitkäaikaisten osakesijoitusten myyntivoiton verotuksen parantaminen voi myös argumentoida olevan osinkoverotuksen keventämistä parempi tapa kehittää kotimaista omistajuutta ja kasvuyrittäjyyttä mm. siitä näkökulmasta, että kasvuyritykset voivat harvoin jakaa osinkoja. Listaamattomiin (tai kevyesti säännellyillä markkinoilla listattuihin) pk-yritysten osakkeisiin tehtyjen pitkäaikaisten sijoitusten myyntivoiton veronhuojennus ei myöskään aiheuttaisi samanlaisia kasvu- tai listautumiskynnyksiä kuin esimerkiksi nykyinen osinkoverotusporrastus, jos hyöty olisi saatavissa säänneltyyn pörssiin listautumisen jälkeenkin olettaen, että sijoitus olisi tehty ennen listautumista.

---

<sup>53</sup> Riskirahoitusklusterin jatkumosta mm. Hyytinen & Pajarinen (2003b): “...tarkasteltaessa jo olemassa olevien ja potentiaalisten teknologiayritysten näkökulmasta ulkopuolista omanpääomanehtoista rahoitusta kanavoivia markkinoita – eli alkuvaiheen yritysten rahoituksen markkinoita, pääomasijoitusala ja pörssiä – voidaan todeta, että ne muodostavat ”harmaan alueen”, joka ei välttämättä kokonaisuutena toimi parhaalla mahdollisella tavalla ja jonka vuoksi niitä voidaan pitää katvealueena suomalaisessa yritysrahoitusympäristössä. Suomi hyötyisikin siitä, että sillä olisi nykyistä kehittyneempi ulkopuolista oman pääoman ehtoista rahoitusta kanavoiva ”riskirahoitusklusteri” eli jos i) tarjolla olisi enemmän riskipääomaa siemenvaiheen yrityksille, ii) pääomasijoitustoimiala olisi kypsempi ja iii) jos kasvuyritysten osakemarkkinat olisivat likvidimmät ja vahvemmat. Näin saataisiin kasvuyritysten näkökulmasta saumattomasti toimiva omanpääomanehtoista riskirahoitusta kanavoivien toimijoiden kokonaisuus ja eräänlainen jatkumo. Riskirahoitusklusterin kehittäminen voitaisiin nähdä keinona vastata haasteeseen, jonka tutkimustoiminnan kasvun ja kehityksen täysimääräinen kaupallinen hyödyntäminen innovaatiojärjestelmälle ja rahoitusjärjestelmälle sen osana asettaa.”

- Keskeisimpänä ongelmana luovutusvoittojen verotuksen huojennukseen perustuvassa kannustimessa suhteessa muihin vaihtoehtoihin koetaan sen mahdollinen riittämättömyys, koska hyöty tulee vain pienestä osasta onnistuneimpia sijoituksia. Tästä syystä pelkkien luovutusvoittojen verotukseen keskittyvien kannustimien ei ole katsottu välttämättä yksinään riittävän (Mason et al., 2002a; OECD, 2002; Sohl, 2006c).<sup>54</sup> Mikäli arvioitaisiinkin tarvittavan useamman tyyppisiä elementtejä, priorisoinnin näkökulmasta verojärjestelmän kehittäminen lienee kuitenkin turvallisempaa aloittaa listaamattomien yritysten luovutusvoiton verotuksen huojennuksen kaltaisista toimenpiteistä, jotka ovat teoreettisesti kestävämpiä ja suhteellisen yksinkertaisia hallinnoida ja kohdentaa kuin verohyvityksen luonteisista toimenpiteistä, jotka edellyttäisivät verohallinnollisesti vaikeammin toteutettavaa menettelyä verohyvitysten kohdistamiseksi haluttujen vaikutusten saamiseksi.<sup>55</sup>
- Edellä kuvattujen argumenttien pohjalta yhtenä vaihtoehtoisena suunnittelun lähtökohtana verotuksen keinoin toteutettavaksi tavaksi kannustaa yksityishenkilöiden riskipääomasijoituksia voisi harkita ns. riskipääomahuojennusta, jossa sijoitushetkellä nuoreen innovatiiviseen yritykseen tehtyjen yli kolmen vuoden mittaisten pääomasijoitusten luovutusvoittojen verotuksessa myönnettäisiin huojennus.<sup>56</sup>

---

<sup>54</sup> Kts. esim. Mason & Harrison (2002a): “...the evidence presented in this paper — that the risks outweigh the rewards for business angels, with the proportion of investments generating zero or negative returns exceeding those that return a significant multiple on the original investment — suggests that stimulating the supply of informal venture capital may need a richer cocktail of tax incentives than merely a reduction in CGT, including front-end tax reliefs and even venture capital guarantees.”

<sup>55</sup> Suomessa on kuitenkin viimeaikaista kokemusta myös verohyvitystyyppisistä verokannustimista kotitalousvähennyksestä, jonka viimeaikainen arviointitutkimus on arvioinut kustannustehokkaaksi: ”Kotitalousvähennys on osoittautunut kustannustehokkaaksi keinoksi luoda työpaikkoja.”(Niilola & Valtakari, 2006).

<sup>56</sup> Määritelmänä voisi harkita käytettäväksi mahdollisesti tarvittavin tarkennuksin edellä kuvattua Euroopan komission ”nuori innovatiivinen yritys” –määritelmää (Euroopan komissio, 2006), jolloin yrityksen tulisi hankkia lausunto hyväksytyltä ulkopuoliselta asiantuntijalta tai tilintarkastajalta kriteerien täyttymisestä. Kriteerit täyttävät sijoitukset olisi perusteltua rekisteröidä sijoitusvuonna verottajan rekisteriin luovutusvoiton verotuksen yhteydessä myönnettävien huojennusten hallinnoinnin yksinkertaistamiseksi ja kannustimen vaikuttavuuden arvioinnin mahdollistamiseksi.

Kaiken kaikkiaan hyvin suunnitelluilla ja kohdennetuilla verokannustimilla voidaan nykyisen (tosin vielä melko rajallisen) tutkimustiedon ja useista maista saatujen kokemusten valossa arvioida olevan merkityksellinen rooli yksityishenkilöiden tekemien riskipääomasi-joitusten aktivoinnissa.<sup>57</sup> Kannustimilla voisi olla merkittävä vaikutus kasvuyrittäjyydessä tarvittavan riskipääoman ja siihen liittyvän osaamisen tarjonnan lisäämisessä sekä myös kotimaisen omistajuuden vahvistamisessa. Näiden lisäksi verokannustimilla voisi olla Suomessa myös voimakas signaali-vaikutus merkittävänä muutoksena julkisen sektorin te-koihin perustuvassa virallisessa suhtautumisessa kasvuyrittäjyyteen ja sitä kautta suoma-laista yrittäjyysilmapiiriä merkittävästi kehittävä vaikutus.

## Lähdeviitteet

- Aernoudt, R. 2005. Executive forum: Seven Ways To Stimulate Business Angels' Investments. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 7(4): 359-371.
- Aernoudt, R., San José, A. & Roure, J. 2007. Executive forum: Public support for the business angel market in Europe – a critical review. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 9(1): 71-84.
- Akerlof, G. 1970. The Market for Lemons - Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3): 488-500.
- Aktiespararna. 2006. *Aktiebeskattningen i OECD och EU*. Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Stockholm, Sweden.
- Ali-Yrkkö, J., Hyytinen, A. & Liukkonen, J. 2003. Exiting Venture Capital Investments: Lessons from Finland. Teoksessa A. Hyytinen & M. Pajarinen (Eds.), *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*: 135-176. Helsinki: Taloustieto Ltd.
- Apax Partners. 2006. *Unlocking Global Value: Future Trends in Private Equity Investment Worldwide*.
- Armour, J. & Cumming, D. 2006. The legislative road to silicon valley. *Oxford Economic Papers-New Series*, 58(4): 596-635.

---

<sup>57</sup> On kuitenkin tärkeä muistaa, että verokannustimet eivät yksinään riitä tehokkaan bisnesenkelimarkkinan luomiseksi, vaan samanaikaisesti tarvitaan mm. koulutusta sekä yrittäjille että bisnesenkeleille sekä mekanismeja, joilla sijoittajat ja rahoitusta tarvitsevat yritykset voivat löytää toisensa mahdollisimman tehokkaasti (kts. esim. Aernoudt, 2005; Mason et al., 2000; Mason et al., 2002b). Lisäksi on syytä muistaa, että verokannustimien tunnettuudella ja ymmärrettävyydellä on vaikutuksensa niiden käyttöön ja käytön yleistymiseen, joten lyhytaikaisten pilottiohjelmien perusteella ei välttämättä voida tehdä lopullisia johtopäätöksiä verokannustinohjelmien pitkän aikavälin vaikutuksista hyvin pitkäjänteisen bisnesenkelisi-joitustoiminnan tukemisessa.

- Autio, E., Arenius, P. & Wallenius, H. 2000. *Economic impact of gazelle firms in Finland*. ISIB Working Papers 2000-3, Helsinki University of Technology, Espoo, Finland.
- Autio, E. 2005. *Global Entrepreneurship Monitor: 2005 Report on High-Expectation Entrepreneurship*.
- Baker & Tilly. 2005. *A Guide to AIM Tax Benefits*. London Stock Exchange plc and Baker Tilly, London, UK.
- BDO Stoy Hayward. 1999. *The Enterprise Investment Scheme: Why Investors and Companies Do Not Use the Scheme?*, CBI, London, UK.
- Birch, D., Haggerty, A. & Parsons, W. 1997. *Who's Creating Jobs?* Cambridge, MA: Cognetics.
- Bottazzi, L., Da Rin, M. & Hellmann, T. 2005. *What Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence*. RICAFA Working Paper No. 022.
- Boyns, N., Cox, M., Spires, R. & Hughes, A. 2003. *Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts. A report prepared for Inland Revenue*. PACEC Public and Corporate Economic Consultants, Cambridge, UK.
- Bygrave, W. D., Hay, M., Ng, E. & Reynolds, P. D. 2003. Executive forum: a study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5(2): 101-116.
- Carpentier, C. & Suret, J.-M. 2007. On the usefulness of tax incentives for informal investors. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 9(1): 1-22.
- CDVCA. 2004. *State Tax Credit Incentives for Equity Investments: A Survey of Current Practices*. Community Development Venture Capital Alliance.
- Cumming, D., Fleming, G. & Schwienbacher, A. 2006a. Legality and venture capital exits. *Journal of Corporate Finance*, 12(2): 214-245.
- Cumming, D. J. & MacIntosh, J. G. 2006b. Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 21(5): 569-609.
- Da Rin, M., Nicodano, G. & Sembenelli, A. 2006. Public policy and the creation of active venture capital markets. *Journal of Public Economics*, 90(8-9): 1699-1723.
- EBAN. 2006. *EBAN Survey of Tax Incentives Available to Private Informal Investors or Business Angels in Europe*. European Business Angel Network, Brussels.
- ECIAfrica Consulting. 2006. *Study into Tax Incentives for Private Investors in Small Businesses*. ECIAfrica Consulting (Pty) Ltd, South Africa, Woodmead.
- Ernst & Young Oy. 2005. *Yritysten verosuunnittelun uudet haasteet*. Helsinki, Finland.
- Euroopan komissio. 2006. Yhteisön puitteet tutkimus- ja kehitystyöhön sekä innovaatio-toimintaan myönnettävälle valtiontuelle. *Euroopan unionin virallinen lehti*, 2006(C323): 1-26.
- Euroopan komissio. 2005. *Komission työasiakirja: Kertomus pienyrityksiä koskevan eurooppalaisen peruskirjan täytäntöönpanosta Euroopan unionin jäsenvaltioissa*. KOM(2005) 30 lopullinen, Euroopan yhteisöjen komissio, Bryssel.
- European Commission. 2003a. Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises. *Official Journal of the European Union*, L(124): 36-41.
- European Commission. 2003b. *Benchmarking Business Angels*. Best Report No 1, Enterprise Directorate-General, European Commission, Brussels, Belgium.
- European Commission. 2004. *Flash Eurobarometer: Entrepreneurship*. Flash Eurobarometer 160, European Commission, Directorate General Enterprise, Brussels, Belgium.

- European Commission. 2006a. *Financing SME Growth – Adding European Value*. COM(2006) 349 final, European Commission, Brussels, Belgium.
- European Commission. 2006b. *White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds*. COM(2006)686 final, European Commission, Brussels, Belgium.
- European Commission. 2006c. *Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity*. European Commission, Directorate General for Internal Market and Services, Brussels, Belgium.
- EVCA. 2004. *Benchmarking European Tax & Legal Environments*. Benchmark Paper, European Private Equity & Venture Capital Association.
- EVCA. 2005. *Taxation of Corporate Profits, Dividends and Capital Gains in Europe: Special Paper*. An EVCA Tax & Legal Committee Paper, Edited by SJ Berwin, European Private Equity & Venture Capital Association.
- Freear, J., Sohl, J. E. & Wetzel, W. E. j. 1995. Angels: Personal Investors In The Venture Capital Market. *Entrepreneurship and Regional Development*, 7(85-94).
- Gilson, R. J. 2003. Engineering a venture capital market: Lessons from the American experience. *Stanford Law Review*, 55(4): 1067-1103.
- Gompers, P. & Lerner, J. 1998. What Drives Venture Capital Fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity -Microeconomics*, 1998: 149-192.
- Griliches, Z. 1992. The Search for R&D Spillovers. *Scandinavian Journal of Economics*, 94: 29-47.
- Grönholm, N. 2006. *Alkavien yritysten ja uusien innovaatioiden julkinen rahoitus*. Valtiontilintarkastajat, Helsinki, Finland.
- Hall, B. H. & Van Reenen, J. 2000. How effective are fiscal incentives for R&D? A review of the evidence. *Research Policy*, 29: 449-469.
- Hidén, P. & Tähtinen, J. 2005. *Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta*. Helsinki: Talentum.
- Hirsch, J. 2006. *Public Policy and Venture Capital Financed Innovation: A Contract Design Approach*. CFS Working Paper No. 2006/29, Center for Financial Studies.
- HM Treasury. 2006. *Budget 2006 - A strong and strengthening economy: Investing in Britain's future*. HM Treasury, London, UK.
- Hyytinen, A. & Pajarinen, M. 2003a. Financial Systems and Venture Capital in Nordic Countries: A Comparative Study. Teoksessa A. Hyytinen & M. Pajarinen (Eds.), *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*: 19-63. Helsinki, Finland: Taloustieto Ltd.
- Hyytinen, A. & Pajarinen, M. 2003b. Rahoitusjärjestelmä ja yritystoiminta uudistuvassa taloudessa. Teoksessa A. Hyytinen & M. Pajarinen (Eds.), *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*: 459-482. Helsinki, Finland: Taloustieto Ltd.
- Hyytinen, A. & Pajarinen, M. (Eds.). 2003c. *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*. Helsinki: Taloustieto Oy.
- Hyytinen, A., Rouvinen, P., Toivanen, O. & Ylä-Anttila, P. 2003d. Does Financial Development Matter for Innovation and Economic Growth? Implications for Public Policy. Teoksessa A. Hyytinen & M. Pajarinen (Eds.), *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*: 379-456. Helsinki: Taloustieto Ltd.
- Hyytinen, A. & Väänänen, L. 2003e. Government Funding of Small and Medium Sized Enterprises in Finland. Teoksessa A. Hyytinen & M. Pajarinen (Eds.), *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*: 325-378. Helsinki: Taloustieto Ltd.

- Hyytinen, A. & Pajarinen, M. 2005a. *Luottomarkkinoiden epätäydellisyydet ja pk-yritysten rahoitusympäristö Suomessa*. KTM Rahoitetut tutkimukset 2/2005, Kauppa- ja teollisuusministeriö, Helsinki, Finland.
- Hyytinen, A. & Pajarinen, M. 2005b. Yrittäjäksi ryhtyminen ja yrittäjyysasenteet Suomessa: Havaintoja kyselytutkimuksista. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 101(2): 150-164.
- Hyytinen, A. & Rouvinen, P. 2005. Loppupäätelmiä - ovatko kasvun lähteen muuttuneet? Teoksessa A. Hyytinen & P. Rouvinen (Eds.), *Mistä talouskasvu syntyy?:* 321-348. Helsinki, Finland: Taloustieto (ETLA B214).
- Hyytinen, A. & Väänänen, L. 2006. Where Do Financial Constraints Originate from? An Empirical Analysis of Adverse Selection and Moral Hazard in Capital Markets. *Small Business Economics*, 27(4-5): 323.
- Jeng, L. A. & Wells, P. C. 2000. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries. *Journal of Corporate Finance*, 6: 241-289.
- Kaplan, S. N. & Stromberg, P. 2003. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies*, 70(2): 281-315.
- Kari, A. 2005. *Nuorten kasvuhakuisten yritysten käynnistyminen ja kehitysnäkymät Suomen innovaatiojärjestelmässä – tutkimus Venture Cup -yrityksistä*. Tekes and Venture Cup Finland, Helsinki, Finland.
- Kauppa- ja teollisuusministeriö. 2004. *Kasvuyrittäjyiden neuvonantoryhmän muistio*. Kauppa- ja teollisuusministeriö, Helsinki.
- Keuschnigg, C. & Nielsen, S. B. 2004. Start-ups, venture capitalists, and the capital gains tax. *Journal of Public Economics*, 88(5): 1011-1042.
- Kirchhoff, B. 1994. *Entrepreneurship and Dynamic Capitalism*. Westport, CT: Praeger.
- Lahti, T. 2004. *Yksityisen pääoman tarjonnan lisääminen alkaville kasvuyrityksille – lainsäädännöllisiä keinoja*. KTM Rahoitetut tutkimukset 3/2004, Kauppa- ja teollisuusministeriö, Elinkeino-osasto, Helsinki.
- Lahti, T. 2007. *An examination of the importance and efficiency of tax incentives for Finnish informal investments*. Forthcoming in MTI Publications, Ministry of Trade and Industry, Helsinki, Finland.
- Lerner, J. 1998. "Angel" financing and public policy: An overview. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8): 773-783.
- Lerner, J. 1999. The government as venture capitalist: The long-run impact of the SBIR program. *Journal of Business*, 72(3): 285-318.
- Lerner, J. 2002. When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective 'public venture capital' programmes. *Economic Journal*, 112(477): F73-F84.
- Lerner, J., Moore, D. & Shepherd, S. 2005. *A study of New Zealand's venture capital market and implications for public policy*. Report to the Ministry of Research Science & Technology, LECG Limited, New Zealand.
- Lerner, J. & Schoar, A. 2005. Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *Quarterly Journal of Economics*, 120(1): 223-246.
- Lipper, G. & Sommer, B. 2002. Encouraging angel capital: what the US states are doing. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4(4): 357-362.
- Lumme, A., Mason, C. & Suomi, M. 1998. *Informal Venture Capital: Investors, Investments, and Policy Issues in Finland*. Boston, MA: Kluwer Academic Publishers.

- Luukkonen, T. & Maunula, M. 2006. *Riskirahoituksen merkitys biotekniikka-alalla: Pääomasijoittajien vertailu yritysten näkökulmasta*. Discussion Papers No 1057 The Research Institute of the Finnish Economy Helsinki, Finland.
- Madill, J. J., Haines, G. H. & Riding, A. L. 2005. The Role of Angels in Technology SMEs: A Link to Venture Capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 7(2): 107-129.
- Mankiw, N. G. & Weinzierl, M. 2006. Dynamic scoring: A back-of-the-envelope guide. *Journal of Public Economics*, 90(8-9): 1415-1433.
- Mason, C. & Harrison, R. 2002a. Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 17: 211-236.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. 1994. The Informal Venture Capital in the UK. Teoksessa A. Hughes & D. J. Storey (Eds.), *Financing Small Firms*: 64-111. London, UK: Routledge.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. 1996. Informal Venture Capital: A Study of the Investment Process and Post-Investment Experience. *Entrepreneurship and Regional Development*, 8: 105-126.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. 2000. Influences on the Supply of Informal Venture Capital in the UK: An Exploratory Study of Investor Attitudes. *International Small Business Journal*, 18(4): 11-28.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. 2001. 'Investment readiness': A critique of government proposals to increase the demand for venture capital. *Regional Studies*, 35(7): 663-668.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. 2002b. Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship and Regional Development*, 14(3): 271-287.
- Mason, C. M. 2007. Informal Sources of Venture Finance. Teoksessa S. C. Parker (toim.), *Tulossa kirjassa: The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures*: Springer.
- Maula, M., Autio, E. & Arenius, P. 2005. What drives micro-angel investments? *Small Business Economics*, 25(5): 459-475.
- Maula, M. V. J. & Murray, G. C. 2003. *Finnish Industry Investment Ltd: An International Evaluation*. Publications 1/2003, Ministry of Trade and Industry, Helsinki.
- Maula, M. V. J., Ahlström, J., Haahkola, K., Heikintalo, M., Lindström, T. S., Ojanperä, H. & Tiainen, A. T. 2006. *The Prospects for Successful Early-Stage Venture Capital in Finland*. Sitra Reports 70, Sitra, the Finnish National Fund for Research and Development, Helsinki, Finland.
- Maula, M. V. J., Salmenkaita, J.-P. & Uusitalo, M. A. 2004. Teknologia- ja innovaatiopolitiikan perusteet ja perushaasteet. Teoksessa T. Lemola & P. Honkanen (Eds.), *Innovaatiopolitiikka: Kenen hyväksi, keiden ehdoilla*: 281-289. Helsinki: Gaudeamus.
- Maula, M. V. J., Murray, G. C. & Jääskeläinen, M. 2007. *Public Financing of Young Innovative Companies in Finland*. Tulossa MTI Publications, Ministry of Trade and Industry, Helsinki, Finland.
- Minniti, M., Bygrave, W. D. & Autio, E. 2006. *Global Entrepreneurship Monitor: 2005 Executive Report*. Babson College and London Business School, Babson Park, MA, US and London, UK.
- Murray, G. C. & Marriott, R. 1998. Why has the investment performance of technology-specialist, European venture capital funds been so poor? *Research Policy*, 27(9): 947-976.
- Myers, S. C. & Majluf, N. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have *Journal of Financial Economics*, 13(June): 187-221.

- Mäki-Fränki, P. 2007. Pk-yritysten kasvu ja kasvuhakuisuus. KTM Julkaisuja 41/2006, Kauppa- ja teollisuusministeriö, Helsinki.
- Niemi, J. 2003. *Pääomarahoituksen tarjonnan lisääminen Suomessa*. Tutkimukset ja selvitykset, 1/2003, Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto, Helsinki.
- Niilola, K. & Valtakari, M. 2006. *Kotitalousvähennys: Kotitalousvähennys kotipalvelumarkkinoiden luojana ja työllisyyden lisääjänä*. Työpoliittinen tutkimus 310/2006, Työministeriö, Helsinki.
- OECD. 1997. *Government Venture Capital for Technology-Based Firms*. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- OECD. 2002. *Entrepreneurship and Growth: Tax Issues*. OECD, Directorate for Science, Technology and Industry, Paris.
- OECD. 2004. *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*. Science Technology Industry, Organization for Economic Co-operation and Development, Paris.
- OECD. 2006a. *OECD Keynote Paper for SME Financing Gap: Theory & Evidence*. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- OECD. 2006b. *Taxation of Capital Gains of Individuals: Policy Considerations and Approaches*. OECD Tax Policy Studies No. 14, Organization for Economic Co-operation and Development.
- Paasivirta, A. & Valtonen, P. 2004. *Aloittavien innovaatioyritysten siemenrahoituksen ja palvelujärjestelmän uudistamisstrategia (AISP-Strategia)*. KTM Julkaisuja 28/2004, Kauppa- ja teollisuusministeriö, Helsinki, Finland.
- Pajarinen, M., Rouvinen, P. & Ylä-Anttila, P. 2006. *Uusyrittäjien kasvuhakuisuus*. KTM Julkaisuja 29/2006, Kauppa- ja teollisuusministeriö, Elinkeino-osasto, Helsinki.
- Poterba, J. 1989a. Capital Gains Tax policy Toward Entrepreneurship. *National Tax Journal*, 42(3): 375-390.
- Poterba, J. 1989b. Venture Capital and Capital Gains Taxation. Teoksessa L. Summers (toim.), *Tax Policy and the Economy*: 47-67. Cambridge, MA: MIT Press.
- Preston, S. L. 2006. *Investor Incentives: Access to Capital for Entrepreneurs Act of 2006*. Written synopsis.
- PricewaterhouseCoopers Oy. 2004. *Osinko- ja yritysverouudistus -vuoden 2004 muutokset*. PricewaterhouseCoopers Oy, Helsinki, Finland.
- Puttonen, V. 2004. *Onko omistamisella väliä?*, Taloustieto Oy, Helsinki.
- San José, A., Roure, J. & Aernoudt, R. 2005. Business Angel Academies: Unleashing the Potential for Business Angel Investment. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 7(2): 149-165.
- Saxton, J. 1997. *The Economic Effects of Capital Gains Taxation: A Joint Economic Committee Study*. Joint Economic Committee, United States Congress, Washington, DC.
- Seppä, M. (toim.). 2006. *Kasvuyritystoiminnan muuttuva pelikenttä: Kanssayrittäjyyden kehkeytyminen*. Tampere, Finland: Tampere University of Technology (TUT) and University of Tampere (UTA).
- Siilasmaa, R. 2006. *Isänmaallisuutta pitää kannustaa*. Talouselämä 13.10.2006.
- Small Business Forum. 2006. *Report of the Small Business Forum: Small Business is Big Business* Small Business Forum, Ireland.
- Small Business Service. 2004. *A government action plan for small business: Making the UK the best place in the world to start and grow a business*. Small Business Service, Department of Trade and Industry, London, UK.
- Sohl, J. E. 2006a. *Trends in Angel Investing*. Presentation at the Workshop on Venture Capital Policy in Lund, Sweden, May, 2006.

- Sohl, J. E. 2006b. The organization of the informal venture capital market. Teoksessa H. Landström (toim.), *Handbook of Research on Venture Capital*: Edward Elgar Publishing Ltd.
- Sohl, J. E. 2006c. *Testimony in Support of the Access to Capital for Entrepreneurs Act of 2006 (HR 5198)*. Whittamore School of Business and Economics, University of New Hampshire, Durham, NH.
- Suomen Yrittäjät ja Finnvera. 2006. *Pk-yritysbarometri, syksy 2006*. Suomen Yrittäjät ry ja Finnvera Oyj, Helsinki.
- Tommasini, P. 2006. *The political economy of investor protection*. No 604, Temi di discussione (Economic working papers) Number 604, Bank of Italy, Economic Research Department.
- UK Presidency of the EU and the European Commission. 2005. *Conference Report on the Risk Capital Summit 2005: Investing for Growth and Competitiveness in Europe*.
- Tiede- ja teknologianeuvosto. 2006. *Tiede, Teknologia, Innovaatiot*. Tiede- ja teknologianeuvosto, Helsinki.
- Walgren, P., Boldt, R., Kriz, K. & Kruger, B. 2004. *State Tax Incentives for Economic Development in Wisconsin*. Wisconsin Department of Revenue, Division of Research and Policy.
- Valkonen, T. 2007. *Tutkimus- ja tuotekehitysinvestointien verotuki*. Keskusteluaiheita No. 1066, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, Helsinki, Finland.
- Valtioneuvoston kanslia. 2004. *Osaava, avautuva ja uudistuva Suomi: Suomi maailmantaloudessa -selvityksen loppuraportti*. Valtioneuvoston kanslian julkaisusarja 19/2004, Valtioneuvoston kanslia, Helsinki, Finland.
- Valtioneuvoston kanslia. 2006. *Suomen vastaus globalisaation haasteeseen. Talousneuvoston sihteeristön globalisaatioselvitys - OSA II*. Valtioneuvoston kanslian julkaisusarja 17/2006, Valtioneuvoston kanslia, Helsinki, Finland.
- Valtiovarainministeriö. 2002. *Kilpailukykyiseen verotukseen. Tuloverotuksen kehittämistyöryhmän muistio*. Työryhmämuistioita 12/2002, Valtiovarainministeriö.
- Valtiovarainministeriö. 2005. *Lissabonin strategia kasvun ja työllisyyden parantamiseksi - Suomen kansallinen toimenpideohjelma 2005-2008*. Taloudelliset ja talouspoliittiset katsaukset 3a /2005, Valtiovarainministeriö, Kansantalousosasto, Helsinki, Finland.
- Virtanen, E. & Lipponen, H. 2006. *Elinkeinopolitiikan suuntaviivat*. KTM Julkaisuja 35/2006, Kauppa- ja teollisuusministeriö, Helsinki.
- Ward, D. J. 2006. *Angel Investing Activity in Wisconsin in 2005*. NorthStar Economics, Inc., Madison, Wisconsin.

**ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS (ETLA)**  
THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY  
LÖNNROTINKATU 4 B, FIN-00120 HELSINKI

---

Puh./Tel. (09) 609 900  
Int. 358-9-609 900  
<http://www.etla.fi>

Telefax (09) 601753  
Int. 358-9-601 753

**KESKUSTELUAIHEITA - DISCUSSION PAPERS ISSN 0781-6847**

Julkaisut ovat saatavissa elektronisessa muodossa internet-osoitteessa:  
<http://www.etla.fi/finnish/research/publications/searchengine>

- No 1036 HANNU PIEKKOLA, Are Individuals who are Active and Doing Household Work Prone to Retire Earlier: Evidence from Time Use Survey of Older Finns. 08.09.2006. 30 p.
- No 1037 MARTTI KULVIK – ISMO LINNOSMAA – RAINE HERMANS, Adoption of New Technologies and Costs of Health Care. 15.09.2006. 40 p.
- No 1038 PETRI BÖCKERMAN – MIKA MALIRANTA, The Micro-Level Dynamics of Regional Productivity Growth: The Source of Divergence in Finland Revised. 12.09.2006. 38 p.
- No 1039 HANNU HERNESNIEMI – ESA VIITAMO, Pääomasijoitukset ympäristöalalla ja tilastollisen seurannan kehittäminen. 22.09.2006. 42 s.
- No 1040 MARKKU KOTILAINEN, Finland's Experiences and Challenges in the Euro Zone. 20.09.2006. 34 p.
- No 1041 HANNU PIEKKOLA, Tax Cuts and Employment: Evidence from Finnish Linked Employer-Employee Data. 23.10.2006. 32 p.
- No 1042 ELAD HARISON – HELI KOSKI, Innovative Software Business Strategies: Evidence from Finnish Firms. 02.10.2006. 28 p.
- No 1043 VILLE KAITILA – REIJO MANKINEN – NUUTTI NIKULA, Yksityisten palveluolajen kansainvälinen tuottavuusvertailu. 13.10.2006. 50 s.
- No 1044 SAMI NAPARI, Perhevapaiden palkkavaikutukset: Katsaus kirjallisuuteen. 09.10.2006. 18 s.
- No 1045 MIKA PAJARINEN – PETRI ROUVINEN – PEKKA YLÄ-ANTTILA, T&K:n verokannustimien mahdollisia vaikutuksia suomalaisten yrityskselyjen valossa. 13.10.2006. 29 s.
- No 1046 LAURA VALKONEN, Verokannustimet innovaatiopolitiikan välineenä – Katsaus verokannustimien käyttöön OECD-maissa. 13.10.2006. 26 s.
- No 1047 ALBERTO DI MININ – CHRISTOPHER PALMBERG, A Case for Non-Globalisation? – The Organisation of R&D in the Wireless Telecommunications Industry. 23.10.2006. 28 p.
- No 1048 TUOMO NIKULAINEN – RAINE HERMANS – MARTTI KULVIK, Patent Citations Indicating Present Value of the Biotechnology Business. 25.10.2006. 21 p.
- No 1049 TOMI KYRÄ – MIKA MALIRANTA, The Micro-Level Dynamics of Declining Labour Share: Lessons from the Finnish Great Leap. 02.11.2006. 35 p.
- No 1050 KARI E.O. ALHO, Structural Reforms in the EU and The Political Myopia in Economic Policies. 03.11.2006. 30 p.

- No 1051 MIKKO KETOKIVI, When Does Co-Location of Manufacturing and R&D Matter? 03.11.2006. 22 p.
- No 1052 MIKA PAJARINEN – PETRI ROUVINEN – PEKKA YLÄ-ANTTILA, Uusyrittäjien kasvuhakuisuus. 03.11.2006. 77 s.
- No 1053 RAIMO LOVIO, Sijainti seuraa strategiaa: Kokonaiskuva suomalaisten monikansallisten yritysten globaalien karttojen muutoksista 2000 – 2005. 03.11.2006. 30 s.
- No 1054 KARI E.O. ALHO – NUUTTI NIKULA, Productivity, Employment and Taxes – Evidence on the Potential Trade-offs and Impacts in the EU. 10.11.2006. 24 p.
- No 1055 JUSTIN BYMA – AIJA LEIPONEN, Can't Block, Must Run: Small Firms and Appropriability. 11.11.2006. 30 p.
- No 1056 AIJA LEIPONEN, Competing Through Cooperation: Standard Setting in Wireless Telecommunications. 11.11.2006. 30 p.
- No 1057 TERTTU LUUKKONEN – MARI MAUNULA, Riskirahoituksen merkitys biotekniikka-alalla – Pääomasijoittajien vertailu yritysten näkökulmasta. 14.11.2006. 50 s.
- No 1058 VESA KANNIAINEN, Yrittäjyyden ja yritysten verokannustimet. 08.12.2006. 28 s.
- No 1059 JYRKI ALI-YRKKÖ, Ulkoistus ja toimintojen siirrot Suomesta ulkomaille – Katsaus 2000-luvun alun tilanteesta. 11.12.2006. 24 s.
- No 1060 OLLI-PEKKA RUUSKANEN, Time Use during the Parental Leave and the Return to Employment. 30.12.2006. 32 p.
- No 1061 VILLE KAITILA – NUUTTI NIKULA – JUDIT KARSAI, Suomalaiset yritykset Tšekin, Slovakian, Unkarin ja Slovenian markkinoilla. 18.12.2006. 90 s.
- No 1062 NIKU MÄÄTTÄNEN – PANU POUTVAARA, Should Old-age Benefits be Earnings Tested? 18.12.2006. 24 p.
- No 1063 AIJA LEIPONEN – CONSTANCE E. HELFAT, When Does Distributed Innovation Activity Make Sense? Location, Decentralization, and Innovation Success, 20.12.2006. 32 p.
- No 1064 CHRISTOPHER PALMBERG – MIKA PAJARINEN – TUOMO NIKULAINEN, Transferring Science-Based Technologies to Industry – Does Nanotechnology make a Difference? 04.01.2007. 64 p.
- No 1065 NIKU MÄÄTTÄNEN – MIKA MALIRANTA, T&K-toiminnan verokannustimet ja yritysdynamiikka. 04.01.2007. 23 s.
- No 1066 TARMO VALKONEN, Tutkimus- ja tuotekehitysinvestointien verotuki. 11.01.2007. 24 s.
- No 1067 TERTTU LUUKKONEN – MARI MAUNULA, Non-financial Value-added of Venture Capital: A Comparative Study of Different Venture Capital Investors. 18.01.2007. 26 p.
- No 1068 MARKKU MAULA, Verokannustimet yksityishenkilöiden riskipääomasijoitusten aktivoinnissa. 22.01.2007. 40 s.

Elinkeinoelämän Tutkimuslaitoksen julkaisemat "Keskusteluaiheet" ovat raportteja alustavista tutkimustuloksista ja väliraportteja tekeillä olevista tutkimuksista. Tässä sarjassa julkaistuja monisteita on mahdollista ostaa Taloustieto Oy:stä kopiointi- ja toimituskuluja vastaavaan hintaan.

Papers in this series are reports on preliminary research results and on studies in progress. They are sold by Taloustieto Oy for a nominal fee covering copying and postage costs.